全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

STOCK MARKET

从业余散户到职业炒手

股市投机

"股市的中小投资者，要在变化莫测的市场中生存，就必须不断学习。"

张益勇 著

经济日报出版社

STOCK MARKET

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市投机

张益勇 著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

股市投机/张益勇著.—北京：经济日报出版社，2005.1
ISBN 7-80180-347-7

Ⅰ.我… Ⅱ.张… Ⅲ.股票—证券交易—基本知识 Ⅳ.F830.91

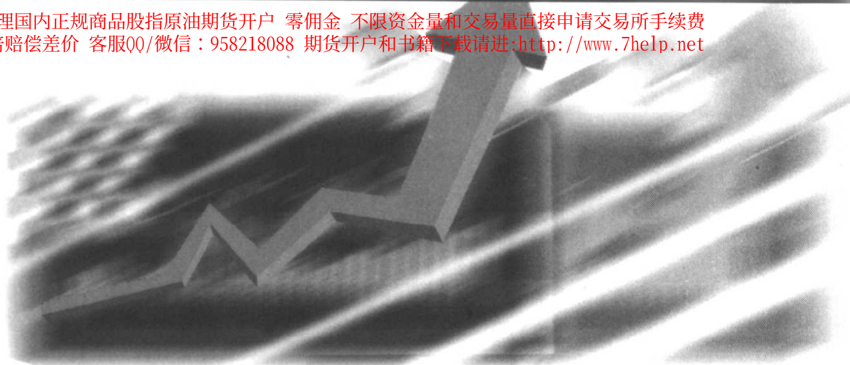
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 075130 号

股 市 投 机

著　者	张益勇
责任编辑	杨廖聪
责任校对	徐建华
出版发行	经济日报出版社
地　址	北京市宣武区白纸坊东街 2 号 （邮编 100054）
电　话	010－63567683(发行部) 63567691(编辑部)
网　址	www.edp.com.cn
E－mail	jjrb58@edp.com
经　销	全国新华书店
印　刷	北京小红门印刷厂
开　本	710×1000 毫米 1/16
印　张	22
字　数	280 千字
版　次	2005 年 1 月第一版
印　次	2005 年 1 月第一次印刷
书　号	ISBN 7-80180-347-7/F·130
定　价	28.00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买者须知

很高兴，您有机会看到这本书。

写股票投资的书很多，但本书应该是您最值得拥有的一本，因为这本书是众多股票投资书籍精华的归纳与汇总，她包含了众多股市高手的成功体验和失败教训，就像众多投资前辈和高手与您促膝谈心，与您亲密交流。特别要说明的是，这不仅是一本告诉您如何在股市里赚钱的书，更是一本告诉您在股市里能否赚到钱的书。

如果过去的您，炒股赚了不少钱，那么您现在手里的这本书一定会帮助您赚得更轻松、更愉快，所以不要犹豫，快买下她吧。

如果过去的您，炒股亏了不少钱，那么我不敢说这本书一定能够改变您的财运，我必须负责地告诉您：如果赔钱的原因在于您缺少知识和经验，那么当您读完这本书后一定会大有改观；如果赔钱的原因在于您不适合炒股，那么这本书会告诉您为什么，之后决定离开股市还是继续玩这个赔本的游戏，那就是您自己的事了。所以我仍建议您买下她。

如果过去的您，从未炒过股，但想从现在开始，那么我必须坦诚地告诉您，这本书中有30%的内容可能不太适合您现在来阅读，但本书的附录里有些更适合初级者入门的书籍和相关的指导网站，所以买不买您自己看着办。

如果您有一位炒股着迷的家人或朋友，那么当他看完您送的这本书后，一定会从心里庆幸有您这样一位挚友给予他最大的帮助。

据调查公司统计结果估算，消费者两次翻看同一本书的机会不到万分之一，还犹豫什么，现在就是您最佳的买入时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读者必读

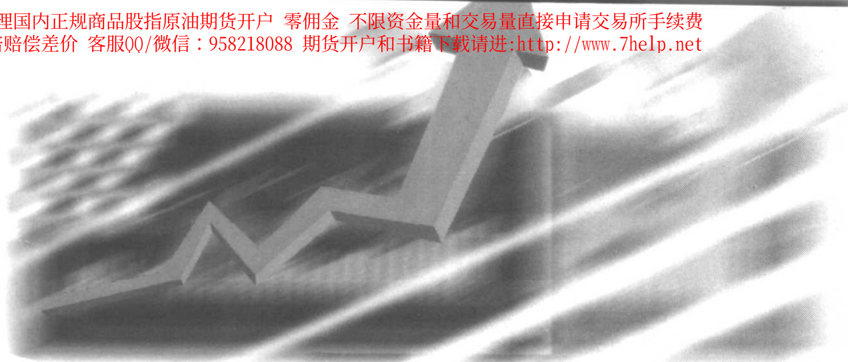
很多散户朋友，在股市中损失惨重，但仍然屡败屡战，精神虽可嘉但未必明智。大多数散户在股市里赔钱，原因并不在于智商，甚至也不在于经验和知识，而是因为没有机会全面而真实地看清现实的股市，如果有机会真实而客观地了解了股市，散户是不会赔钱的，至少不会长期赔且赔那么多。本书将为您展现的正是一个全息的股市、一个真实的股市，而不仅仅是红红绿绿的K线图。认清了股市的本质、懂得了其最根本的规律，作为散户的您将可能成为战无不胜的投资者。可以肯定地讲，只要认真读完本书，您的股运将很可能由此改变。因为，本书将告诉您，在股市中拼搏下去的现实命运是怎样的。

写一本书并不难，有一位朋友告诉笔者，他三天就能写出一本书，但这样的书，读者可能只需花三个小时来浏览，如果是三个月写的书，那么或许值得看三天，而花三年磨出来的一本书是可以读上三个月的。基于这样一个观点，笔者自10年前接触证券市场后，就有意识地开始积累和总结，把所见所闻和体会写下来，希望能让很多无助的散户逃离股市的厄运。

在漫长的积累过程中，由于职业的原因，笔者接触了证券市场的各个层面。既和监管者探讨过市场的本质，也和学者们研究过投资的规律，还和职业高手切磋过技艺，更和普通散户交流过心得。当这些精粹逐渐汇集到一起并加以提炼总结后，笔者发现，散户投资股市原本就不存在绝胜的战法，也不存在什么稳赢的秘诀。股票投资所需要的不仅仅是知识，更不仅仅是技巧，而必须是一种修炼。即便是股市高手将自己的成功秘诀亲传给您，也未必就保证您也能成为高手，因为您很可能缺少的，正是修炼。

但如何来表达一种修炼呢?这是一个真正的难题。了解股市已不是件很容易的事，而要把股市中的“修炼”用文字来表达清楚，就更不容易。为此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读者必读

笔者一边小心翼翼地斟字酌句，一边又怕束缚了读者的思想而出现“误导”，更何况自己认为正确的东西未必永久正确。世界总在变化，股市更是变化无常，对于前人的经验，如果只是简单地照搬照抄，往往会有不幸的结果。因此，后人在研读学习前人的经验时，不仅要防止循规蹈矩，更要从中修炼自己的身心。

也许是考虑到上述原因，笔者在写本书时有意无意地避免把一些问题谈得太具体、太确切，或者说是太绝对，在形式上采取一种茶余饭后闲聊的形式。书中虽然絮絮叨叨地说了不少，但真到实战中，读者必须根据当时的情形，去体会股市内在的规律。本书力求讨论一些股市中比较根本性的规律，因为这些才是大家最值得去研究和把握的东西。当然，书中也有相当部分内容讨论阶段性规律，以及这些阶段性特征的形成和消失。笔者认为，一个普通散户要能修炼成股海中的职业玩家，比较理想的成长历程大体可分为以下五步，本书的内容也是基本由此展开的。

1. 反复认知股市：介绍股市各组成部分及主要特征
2. 了解投资理论：批判地介绍经典证券投资学理论
3. 操练投机艺术：介绍投机心理和行为投资学成果
4. 理论联系实际：从实践的角度来探讨投资的策略
5. 坚持自我修炼：从理念和哲学角度畅谈投资人生

作为一个散户，如果您能够在这五个层面上修炼到一定的层次，那么股市对您来说，将不再是吞噬您资金的赌场，而可能成为您一生的提款机，能提多少、提多快，就看您的造化了。当然，这五个方面通常不是一口气就可以修炼成的，需要一个反复的过程。股市投资的程式、知识和技术理论都相对容易学习，难的是程式的反复变换、知识的不断优化和技术的灵活运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读者必读

这需要不断地修炼，需要在实践中寻找感觉。

笔者并不奢望您花好几年的时间来“啃”这本书，相反，不论是形式还是内容上，都希望您在闲暇之余来品一品，哪怕是偶尔才看一小节。因为这样您可能不仅会在股市投资方面有更多的感悟和共鸣，而且能对您的人生或许有一些特别的帮助，那也是最让笔者欣慰的。

为了方便不同层次读者的需求，关于投资理论和技术方面的内容本书不做过于具体的讨论，所涉及的地方大多标注了相关的出处和链接，其中的部分网络链接可能会因为网站的调整而失效，但仍可以通过搜索引擎查找。本书最后的附录中还列有一些相关的参考书籍、相关网站链接和网络论坛地址，以方便各种读者能够找到自己的所需。

最后需要特别感谢的是著名的现代财经漫画家万永先生，本书的插图多数来自其《股庄戏》漫画集，幽默诙谐的漫画作品一定会让您在阅读本书时获得更多的轻松和快乐。

作者电子邮件：i_am_zyy@sina.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录 CONTENTS

买者须知

读者必读

第一篇 要把股市当情人(反复认知股市)

3 爱上股市

5 股市像什么

第一 股市像赌场

第二 股市像一个奇怪的餐馆

第三 股市像一个跷跷板

第四 股市像……

9 摸清自己的阵营

您适合做股民吗?

凭什么赚钱?

对手的变化静悄悄

投资基金的尴尬

与基金经理分蛋糕

22 看清股票背后的东西

买股票是在买什么

股票的"身价"如何测算

公开信息里"淘金子"

苍蝇不叮没缝的蛋

"一股独大"两面看

股市期待风调雨顺

十八般兵器都试试

51 中介机构无处不在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券商的轮回
股评人士的遗憾
听听会计师的心里话
62 监管就这么回事儿
监管体系的血脉亲情
运动员与裁判员
特殊的“庄家”
政策市中的政策威力
不必期望太高
70 篇尾小结：市场的变迁

第二篇 圣经不可不念(了解投资理论)

73 股林功夫 源远流长
77 概率的特别意义
一年最多翻几番
风险与收益的“奇妙”转换
鸡蛋与篮子
学习如何感受风险
大家都在随机漫步
89 财务分析的陷阱
时间的奥秘
市盈率之争
把握今天的价值
两堆狗屎
短线还是长线
重数字更重趋势
投资者火眼金睛
分红就是好股票吗?
谁的利益最大化
110 理想主义者的假说
伟大的理论、“荒诞”的假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有价证券的投资组合
CAPM 与 β
市场里只有“一个”价格
今天来定明天的价格
转债是个好东西
有效市场理论真有效吗?
127 不公平的博弈
“锅”的启示与均衡
囚徒困境
要做聪明的猪
零和游戏的法则
136 篇尾小结：理论的意义

第三篇 艺术不可不练(操练投机艺术)

139 以人为本
141 解剖您我的投资心理
如何测量满足感
人性的弱点
学会控制自己
秉性左右收益
您适合投资股票吗?
154 找寻大众的心理足迹
禁忌的迷雾
明天的偶像
市场的记忆力
股性与人性
把握大众的脉搏
要“博傻”不要“最傻”
股市与传销
169 行为金融学的视角
经济行为有规律可循

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“套利”局限与暴富机遇
投资者心里有杆秤
概率也分主客观
投资者行为的偏差
利用大家的“愚蠢”
养命钱与冒险钱的分配
197 股市的命门
200 篇尾小结：自我的迷茫

第四篇 铸造不同的自我(理论联系实际)

203 理论与实践
204 磨练基本功
股票的脸谱
训练自己的心脏
职业化的思维与逻辑
扼住风险的喉咙
“钻空子”精神
216 牢记最根本的规律
根本之根本
物极必反与逆向思维
昨天、今天与明天之间
大刀还是长矛
赢利模式
高山流水
周期与轮回
投资的真谛
230 如何判断股票的合理价格
“有意义的废话”
评说股票定价
股票的资产价值评估
波动产生价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动价值的计算
信心无价
信心价值哪里来
给自己打造一双慧眼
248 **投资操作要数** 1、2、3
概率之外的问题
常被忽视的资金管理
从理念到策略
选择股票与选择时机
寻找最佳操作周期
好钢用在刀刃上
给风险测测“三围”
学会白日做梦
小心驶得万年船
投资系统的建立与完善
268 **篇尾小节：大繁至简**

第五篇 修炼心志(坚持自我修炼)

271 **投机不赌博**
275 **投资环境的生态平衡**
从“摸石头”到高速路
关注股市小环境
痛并快乐着的 ST、PT
一方水土一方市场
赢利模式的创新
根子问题
293 **相对性与度的把握**
利好与利空
优势与劣势
积极投资的尴尬
早起的虫儿被鸟吃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辩说高低
贵在中庸
303 利益之驱动
谁是“爷”谁说了算
股市必须新陈代谢
利益不等式
诚信的价值
312 信息的成本
信息线团越理越乱
善待谣言与消息
三人成“市虎”
319 投资与寿命
“雇佣”比尔·盖茨
炒股需要“功力”
耐力与决策的稳定性
投资的境界
327 财富观
职业精神的悲壮
财富异化
君子爱财
幸福学之不幸
赚多少钱足矣
财富层次论
做幸福的终结者

附录

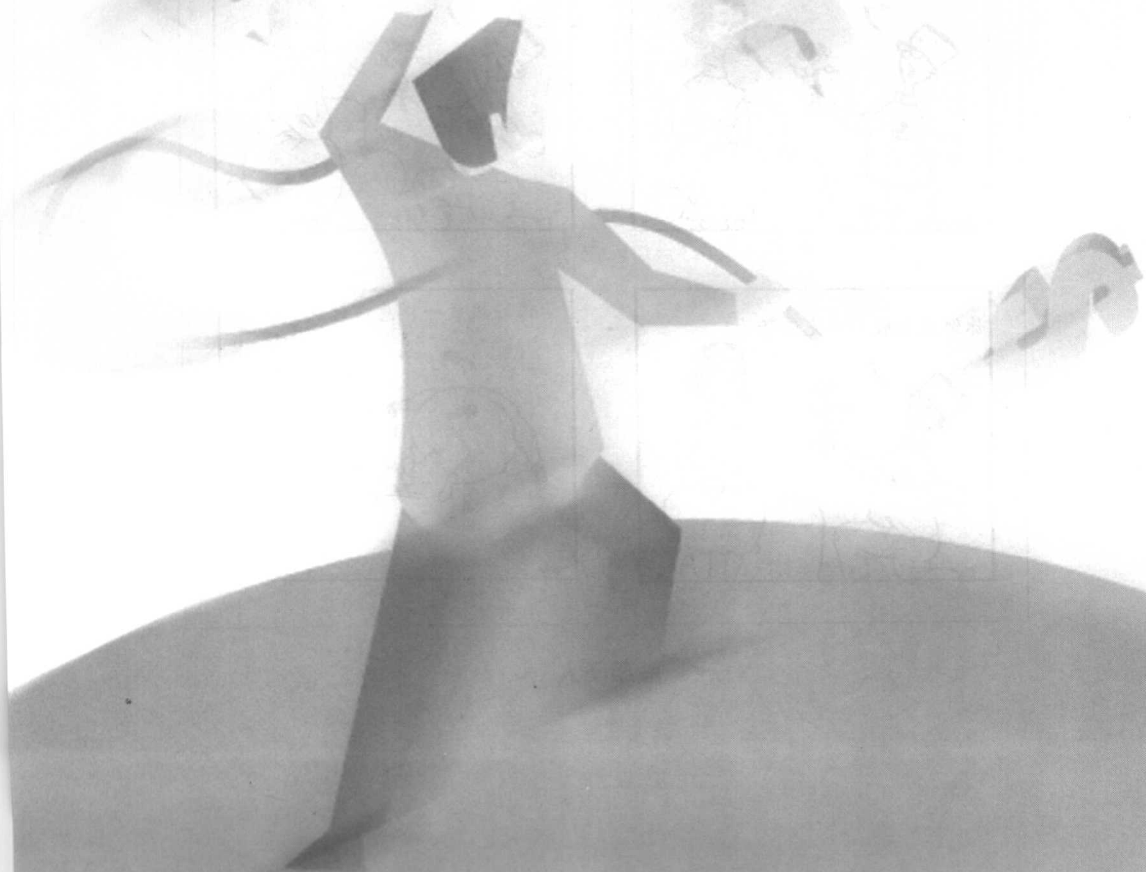
经典书目推荐
投资类网络资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

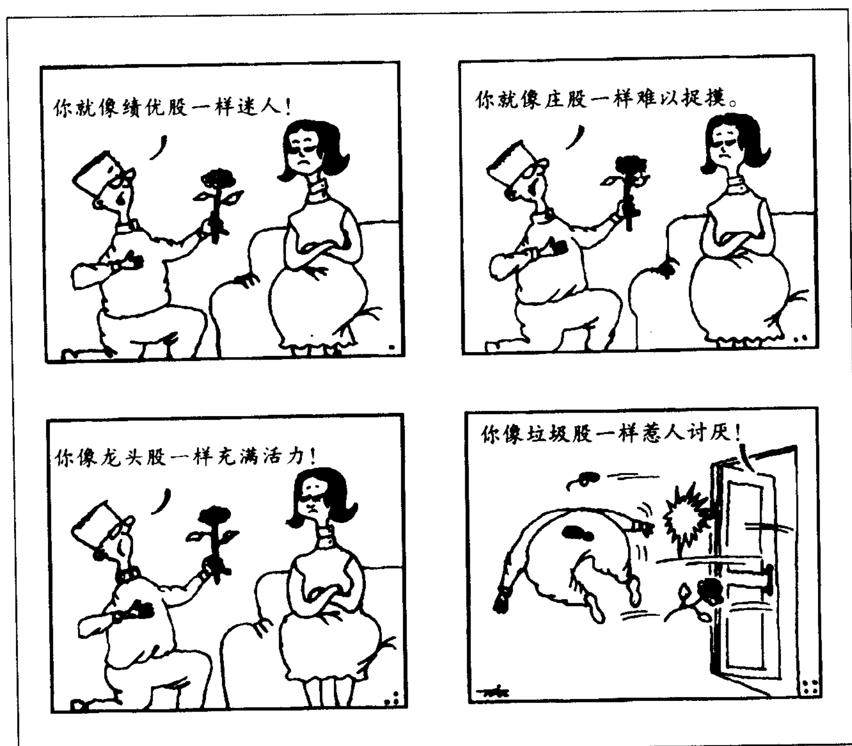
要把股市当情人

【反复认知股市】



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市如情人，时常会给您一个意外，有时甚至是一种陌生的感觉，所以需要不断地认识、了解和适应她，时刻小心翼翼。这样才能和平相伴、相安无事并能享受到其中的快乐，否则……



股市情人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爱上股市

曾经有人问笔者一个智趣问题，说世界上什么问题最难回答，没想到“标准”答案竟然是女人的心思。看来，把股市与女人做比是有理由的，因为都是多变的、善变的。同样，股市也像女人一样，只要您了解她、熟悉她，慢慢地，您就可以揣摩她的脾气、预测她的行为，而此后她还会给您一个丰厚的回报，所以用您的一生去爱她吧!

爱上一个人，您就会舍得花很多时间和精力来陪伴她、接触她。所以，想要真正了解股市，最有效的办法就是爱上她，与她一同呼吸、一起心跳。设想，一个人把自己的一生托付给另一个人，当然要事先事后不断地了解对方、考察对方，投资亦如此。

投资股市首先应当了解股市，这一点的重要性不言而喻，否则晕晕乎乎地闯了进去，跟着感觉走上几遭，等明白过来时，本钱可能已赔得不剩多少了，岂不遗憾。但是，真要想把“股市是什么”说个清楚、说个明白，也不是一件容易的事。往往一说清楚，也就犯了片面性、教条性的错误，不是“左倾”了就是“右倾”了，容易让人曲解、误解，甚至还可能因此被抓到“小辫子”。而且，股市总处在不断的变化之中，您刚说它是“试验田”，说不定它已经变成不可忽视的“重要组成部分”了，刚刚在思想上重视起来，却又成了“公有制的主要实现形式”。

就拿入市来说吧，尽管多数人认为应当“先学习理论，后入市实践”，但愣是有些股市的成功人士拿自己的成功说事，告诫人们说:“不下水怎么学游泳?不赔钱怎么学炒股?”这话也不能说就没有道理。

其实，从理论到实践，再从实践到理论，不断循环反复似乎才是最接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的，至于从哪个环节开始其实并不是最重要的。但问问周围的投资者，您就会发现，很少有人能真正持之以恒地去反复实践和学习，这也许正是多数人难以长期保持赢利的主要原因。**认识股市并不仅仅是一个投资人入市前应该做的首要功课，而是每一个投资人，特别是职业投资者在股市投资的岁月中经常要做的功课。**

这个道理虽然简单，但绝大多数股民、包括很多职业操盘手都往往忽视它。他们在入市初期往往很下功夫，博览群书，想方设法地去认识股市、了解股市，可过了两三年，经历过几轮牛熊市的洗礼后，就觉得股市“也就这么回事”，有这么几招就可以摆平所有问题了。于是，多数人就像学徒毕业了似的，对于“认识股市”这类基本问题就不再关心了、不屑一顾了。**然而令人遗憾的是，往往当您自以为了解股市的时候，危险也就降临了。**从“试验田”到“社会主义市场经济的重要组成部分”再到“公有制的主要实现形式”，[①] 我国股市的地位和性质始终在不断地变化着，这其中的每一步变化，都需要投资者重新认真地理解和分析，否则就会像某些大户和庄家一样，在沧海桑田的市场变迁中被无情地蒸发掉了。这样的例子很多，不信就去看看我国券商中坐过头把交椅的“老大”们，万国、君安、中经开……这些名字背后的故事一定会让您对此有更加深刻的感悟。

对于我们所面对的具有中国特色的初级阶段的股市，笔者如果有一些建议的话，就是入市前不必看太多的从西方翻译过来的“本本”理论，先拿少量的资金到股市中去实践一下、去感受一把，这样可能是一个不坏的选择。在市场中摸爬滚打一段时间后，再回头重新学习一下理论知识，站在一个新的高度重新俯视您为之拼搏的市场，特别是审视一下股市的本质和特性是否出现了阶段性的变化，估算一下这种变化会有多深远的影响，投资的策略是否需要做些相应的调整。或许现在的您正处在一个需要重新认识市场的历史性阶段，不妨三思一下。如果您是一个摸爬滚打过的投资者，如果您现在带着一种重新学习的心态在读本书，那么，恭喜您，这本书一定能帮助您离成

① “试验田”、“社会主义市场经济的重要组成部分”、“公有制的主要实现形式”为股市和股份制在我国各个经济发展阶段纲领性文件和讲话中的定性描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功更近一步。

下面就首先让我们通过不同的类比，从不同层次和角度来认识一下股市。这里所写的只能是此前的一些特征，至于将来的股市，还需要您自己不断地去认识、去总结、去感悟。

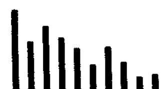
股市像什么

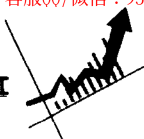
如果一下子说不好股市是什么，就从“像什么”说起吧。比喻是一种很好的修辞手法，同时也是解释复杂问题的一种巧妙方式。对于股市，如果去研究理解它的定义，容易误入歧途而且枯燥无味，对于实际投资没有太多帮助，因此我们不妨换个角度，看看前人把股市比喻成了什么。当然，这些比喻往往只抓住了股市的一两个突出特点，肯定不够全面，甚至不够准确，但多琢磨琢磨这些比喻，还是很有意思的，或许当前的股市正明显地表现出这其中的某个特征呢。至于股市到底像什么，很多人都先后有过自己的阐述，很难考证谁先谁后，只要能互有启发就好，因此也希望您在实践中能够发现一些新的视角，甚至有一些属于自己的原创性比喻。

第一　股市像赌场

尽管很早以前就有“股市像赌场”的说法，但在深沪股市中比较有影响的一次，恐怕还是著名经济学家吴敬琏老先生在 2001 年初的一次公开电视讲话。他认为，当时(或许是指相当长的时间里)的深沪股市就像一个赌场，而且有些地方还不如赌场规范，比如赌场里不能看别人的牌，而我们的股市中就有些人可以看别人的牌。美国著名的基金经理人索罗斯 2001 年 9 月来中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





国，在接受记者采访时也曾表示，他认为当时的中国股民几乎是在赌博，是在玩击鼓传花的游戏。

其实，他们的比喻可能是想告诉大家，我国股市当时的投机成分太浓。从这个比喻中，大家就可以理解到，股市的一个特性，那就是投机。不论是成熟的股市还是新兴的股市，这个特征都是客观存在的，所不同的只是投机的程度。

股市不可避免投机的存在，这也是股票投资被称为是一门艺术的原因。因此，在投资的实践中，不能期待百分之百的理性和精确，任何情况下，不论成功还是失败，都是带有一点运气成分的。当然，**对运气的依赖是不可取的，特别是对于那些取得巨大成功的投资者，一定要记住，幸运之神不会总偏爱您一个人。**

第二　股市像一个奇怪的餐馆

有人把股市比喻成一个奇怪的餐馆。这个餐馆的老板喜怒无常，高兴的时候客人们可以随便吃喝，吃完了可以一抹嘴儿就走人。但老板一旦生气，就会把大门一关，这时还在吃饭的客人就必须掏钱买单，所付的餐费不仅包括自己的那部分，还必须为此前所有白吃白喝的人买单。这个比喻很形象，它一方面反映出了股市中利益诱人的一面，另一方面也揭示了股市的巨大风险。

对于初级阶段的股市，特别是相对高高在上的股价，上市公司整体上没有多少投资价值可言，如果考虑到税收和佣金，股市实际上是一场“负和游戏”。[①] 据有关媒体统计，深沪股市散户投资者的长期平均投资状况是“一赢两平七赔”，面对这样的市场，很多股民仍然不买国债而买股票，主要原因就是因为股市有这种“白吃白喝”的诱惑。想要在股市里长期生存，就必须能放弃侥幸的心理，理性地面对股市的种种诱惑。要知道，**想要在股市中长**

① 这里是指，如果没有外界资金源源不断地补充，股市的场内资金最终会被消耗殆尽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期稳定地赢利，没有艰苦的“劳动”，是不会有收获的。这种“劳动”可能表现为坚持不懈地学习和研究，也可能表现为辛勤地分析和跟踪股市的每一个脉搏。这种脑力劳动的辛苦程度应当不亚于科学研究。

另一个方面，尽管谁也不想做买单者，但市场最终会产生买单者，市场机制所蕴藏的不确定性，就是股市的风险所在。从这个比喻中，我们也不难发掘出一种相对安全的策略，那就是在每次有人刚买完单后，马上进入，只要最近老板心情不是太坏，这时能够获利而不被套住的可能性较大，而风险相对较小。与此对应，股市操作中提倡“吃中间、弃两头”的方法也是针对股市的此类特性的。不过，餐馆老板的心情是喜怒无常的，接二连三地“火冒三丈”也很有可能出现的噢。

第三 股市像一个跷跷板

很多人都玩过跷跷板，道理很简单：哪边重，另一边就会被跷起来。假如，现在在跷跷板的上方挂有很多奖品，哪边轻，哪边就会被跷起来，就能摘到奖品，而跷跷板很大，大到能站上所有参与游戏的人，成百上千，甚至数以万计，而且人们可以在板上跑来跑去，那么结果又会是怎样呢？可以想象，谁都想跑到人少的一边，因为那样就会被跷起来而得到奖品。可是一旦轻的这一边的人们有望摘到奖品，重的那一边，就会有人往人少的这边跑，于是，不久跷跷板轻的这一边就会因移动过来的人增多而变重而落下。这样的游戏玩一会后人们就会发现，那些见哪边轻就往哪边跑的人，大部分是没有机会摘到大奖的，特别是那些立场变换不够快的人，他们跑到哪里，哪里就会因人太多而落下来。

这个比喻已经把股市多空双方的对峙规则表现得很充分了。它说明，不论是长期看空还是看多，终归是有机会判断正确的，而那些没有主见的跟风者，如果手脚不足够快(指多空转换的速度和成本)，那就没有多少获利的机会了。同时，这个比喻也说明了股市中总是少数人判断正确，当多数人看多或看空时，行情往往会出现相反的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有媒体曾经每天收盘后对数十位分析师进行采访，调查其对第二天行情的看法，分别计算出看空、看多和看平的比例，供广大投资者参考。后来统计结果发现一个规律：一旦某日出现80%以上分析师的意见一致时，次日市场的表现往往正好相反。[①]

从更加宏观的角度看，除了A股市场的板块热点呈现明显的跷跷板规律外，A股与基金之间、A股与B股之间、股票与国债之间、深沪两市之间、股市与期市之间，都在不同的阶段出现过此升彼降的特征。只有独具眼光、抢先一步的投资者才能在这种动态的平衡中从容获利。而那些等到趋势十分明朗后再冲上去的投资者，必须具有格外敏捷的身手，并抢在大多数人认定趋势之前果断行动，否则只能给别人"抬轿子"了。

第四　股市像……

对于我们中国的股市，特别是"初级阶段"的股市，还有许多特别的比喻。例如有人说咱们的股市就像一台提款机，谁缺钱就到股市里拿。尽管这种说法并不十分客观，但确实反映出深沪股市有关各方在利益驱动下所导致的一些现象。例如在1997年至2000年前后，有关政策在指导和落实上明显带有希望股市为国企服务的特色，地方政府希望股市融资能为地方经济多做贡献，投资者中也有下岗后到股市中来赚取生活费的例子。特别是上市公司，当时在监督不严、法规缺位、违法难纠的情况下，到股市里肆意圈钱的自然比比皆是。

有些比喻应该说是阶段性的，随着市场的规范和成熟，部分特征会逐步减弱和消失，当然，股市走上规范是一个漫长的过程。在这个过程的初级阶段，必须对股市的投资价值有深刻而现实的认识。否则，只从形式上学习长期投资，而实际上买到的却是银广夏、红光实业或者是亿安科技、中科创业[②]

① 笔者在工作中也做过类似的阶段记录总结，但这种现象及结果并不是绝对稳定的。

② 银广夏、红光实业为深沪股市上两起典型的造假欺诈事件，其股价均因此出现过连续的暴跌行情。亿安科技、中科创业则是典型的市场炒作案例。这两方面均有大量的报道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之类的股票，结果不言而喻。此外，在操作上某些阶段性特征也是有意义的。例如，在1997年至2000年期间，政府大力扶持困难的国企改组上市，因此当时的股市只要大幅上扬，新股发行的速度就会加快；如果大势不好，那么只要新股跌破发行价，影响到国企融资，那么调整就接近尾声了。新股发行一度成了股市涨跌的风向标。

关于股市的比喻很多很多，每一个人眼中的股市都会有所不同，有些与上述比喻所表述的特征类似，有些则着眼于其他特征，这里就不一一列举了。

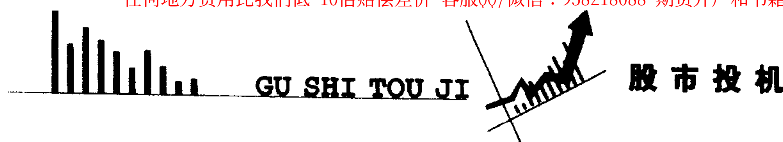
回到基本概念上讲，股市的主要作用之一是便于社会资源的重新分配，让有前途、有效益的企业能够得到更多的资金，发展更快。但是，由于市场环境的复杂性和不确定性，使得这一作用未必总能得到最佳的发挥。另外，信息的不完备和不对称问题、投资人的有限理性、交易成本与投机偏好等方面在当前市场中的表现程度，也都是股市中值得反复研究和认识的一些重要因素。这些特性从根本上影响着股市发展中某个阶段的主要特征，也决定着一些市场重要规律的演变趋向和周期。

总之，**股市投资中，最基本、最重要的一项修炼就是深刻理解股市的基本特性，并对当前股市的阶段性主要特征进行充分研究。在股市的不断变化中，灵活运用基本规律，抓住阶段性特征，在可控制的风险下获取尽可能大的收益。**在下面的章节中，我们将从市场的各个方面来认识股市。

摸清自己的阵营

孙子曰“知己知彼，百战不殆”，在了解投资对象的同时也必须了解自己，还有和自己一同参与游戏的其他角色，以及整个投资整体所表现出来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



群体规律。

您适合做股民吗？

股民入市炒股之前，一般人很少认真考察过自己是否有资格从事这项高风险的投资活动。事实上，做任何事都是需要一个资格认定的，只不过有些是法定的，有些是显而易见的，而有些则是容易被忽视的。

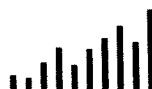
在基金公司选择基金经理时都会有类似的资格认定或考核，但除了那些硬指标外还有一些是难以量化和考核的。例如，股市中人常常崇尚“好的心态”，而这与家庭的支持和理解是分不开的。有一个支持与理解的家庭环境，是十分可贵的，同时也需要不断维护和优化这个环境。本书的漫画作者曾对此有精辟的总结：“一个男人和一个女人在股市里所能合作的惟一的事情，就是争吵。”因此，在股票投资之前您最好先“摆平”后院，要么一个人做另一个不知道，要么各做各的，互不干涉，是骡子是马，市场上见。

另一方面，职业和业余在资格要求上是迥异的。如果真的选择股市投资作为毕生职业，就必须有些职业化的精神，坚持一些职业化的训练以保持良好的精神和心理状态，必不可少。此外，如果是个人投资，一定要量力而行。一般来讲，如果没有两三年的历练，没有十分的把握在任何市况下都能保证收益水平超出储蓄利率(扣除通胀率)，就千万不要把所有积蓄都投入到股市中。股市终归不是一块旱涝保收的乐土。股市获胜的偶然性是有的，但美丽的神话降临在谁头上，只有上帝才知道。

要想取得必然性的超额赢利，需要大量的时间和繁重的脑力劳动，尽管这不是充分条件。因此，有条件做脑力劳动并有一份与投资相关性较高的职业，会大大提高投资获利的必然性，而且多花些时间作研究，会多总结出一些经验，降低一些风险。

对于职业投资者而言，往往过于把注意力集中于市场，应该分散一些精力多看看“外面的世界”，多从平常人的眼中来看待股市。为此，有广博一些的知识和开放好学的态度是很重要的。股市影响到社会的许多方面，反过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来，社会的方方面面也在影响着股市。一门心思研究线图的人未必就能很好地把握大势，如果您决心做这行，首先必须将它当作一项事业，一项和其他事业一样需要刻苦努力和扎实工作才会有成绩的事业，沉迷于某些图线和指标中，试图靠一两招雕虫小技一劳永逸的人，是不适合做职业投资者的，更成不了大器。

股市通常是少数人赚钱的地方，初级阶段的股票市场更是如此。因此，最好经常检查一下自己的投资优势是否依然存在，倘若是凭一时的运气赚到了钱，那应该见好就收，以免到赔光了才发现股市里什么都有，就是没有后悔药。

作为基金经理，除了基本知识、技能外，更紧要的是一种背负道德和责任的能力。替人理财，如何既能得益于来自压力的动力，又能摆脱来自压力的负担，这是一种很难把握的东西。尤其是当环境变化而发现自己已经不能胜任基金经理位子的时候，能否放弃丰厚的报酬，诚恳地退而织网，这是一种十分难得的资质。

有句戏言“常撒泡尿照照自己”，这话对于投资者而言是值得常记耳边的。成功人士在性格和思维上的惯性常常会大于平均水准，或者说是整体市场的总体惯性。所以，很多人在获得巨大成功后不久，反倒跟不上市场并被市场抛弃了。只要您决定继续投资，就要“常撒泡尿照照自己”，看看自己是否还能把握眼下的市场，否则最好暂时退出。“手痒剁手、脚痒剁脚”的股训，虽然听起来血腥了些，但道理一点都不错。如果实在耐不住，最好只拿出1%的资金来，给自己一个小小的教训。

凭什么赚钱

笔者有一位曾经年轻气盛的朋友，刚在股市里潇洒地走了一回，就损失了一成的本钱。情急之下，东挪西借一番，准备向无情的股市讨回原本属于自己的那一份财富。可是，买什么股却没了主意，于是与笔者相约在电话里。听到话筒里激昂的声音，笔者不免劝道：“钱乃身外之物，全当喂了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

'老虎机'，以后找机会再说吧。"显然，这种站着说话不腰疼的回答让朋友不够满意，只听他忿忿地问道："……您说，凭什么我就会赔呢？""凭什么您赔我说不好，但您凭什么就一定能赚呢？"接着，话筒好像出了问题，只剩下吱吱唔唔的声音……

从前12年股市的平均统计结果看，全国数千万的股民，几年下来平均盈利水平超过同期储蓄利率的是少数。理论上讲，就深沪股市前12年的市场状况和上市公司的业绩水平而言，也必然是这个结果。作为一个名不见经传的股市参赛选手，想要在这场无边的角逐中领先，恐怕还真得自问一下："凭什么？"就算是基金经理，在日益增长的众多基金中如何立于不败之地，甚至能脱颖而出，也需要时常问问自己，"凭什么？"

就把股民单个拿来比比，哪个也不傻，但仔细分析一下，却着实有很大差别。有些人整天不干别的，就是琢磨高抛低吸的运动规律，有些则熟读兵书战策，几十种技术指标能一口气背下来不打磕巴，至于股票简称就更不在话下了。这些还只能算是"纸上谈兵"者，更厉害的还要算身经百战的实干家。他们中间虽然不少尚未功成名就，但能够在大大小小的战役中保存实力、幸存至今，至少可以获得"老游击队员"的光荣称号了。这些高手在股市里可以做到神出鬼没、游刃有余，让坐庄的主力也十分头疼。

与这些人相比，大部分普通投资者在股市上所花的时间不够、学费交得不足、经验和功力就更是有待积累和提高了。

散户与散户之间有些差距，但还不会大到不可逾越，每个人通过自身的努力是可以有所改变的。然而市场里大户和机构的优势，就远非一般股民所能比拟了。有的大券商专门负责在企业之间奔波的调研人员就上百，触角几乎遍及全国所有已经上市和准备上市的企业。大量投行[①]人员在承揽一级市场业务的同时更是机构的情报员，稍有风吹草动，便会及时知晓。特别是在年末，到上市公司的探访者常常使得公司的董秘难以招架。再者，由硕士、博士组成的研究部门更是了不得。他们时时监控企业的变化、行业的动态，分

① 投行即投资银行的简称，这里指券商为企业上市、融资等提供的中介服务业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

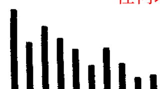
析国家经济形势和大小政策，对有关市场的方方面面进行分析研究，为机构的投资决策提供参考(当然是否被老总及时合理地采纳就是另一回事了)。例如，不少券商就要求其研究部门每年对上市公司的年终业绩做出提前预测，误差要求在10%以内。仅这些，就已经是一般散户望尘莫及的了，更不用说资金方面。这些机构大户，在股市中花费巨大的人力、财力和物力，有的甚至冒违规被罚的风险进行操作，倘若他们败在普通散民手里，那才真是“冤枉”呢。当然，散户有灵活的优点，机构也存在代理成本、激励机制和各种内部管理的问题。所以，**扬长避短才是投资方法上的通则。**

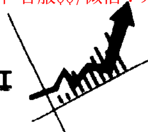
若把股市比作战场，普通小股民充其量只能算是散兵游勇，如果想要战胜其他股民，甚至在机构大户那里也捞些战利品，也许真该想一想自己凭什么，并在实际操作中牢记这一点。同样，随着市场中机构投资者数量的与日俱增，**作为其中之一的职业投资者，也应该时常问问自己，我凭什么能战胜其他的机构投资者呢？我的优势还存在吗？没有自己的绝招、没有不断的探索和创新、没有独特的资源，这样的投资人迟早将面对被市场蒸发的结局。**

游击队员是可以战胜正规军的，但这不是说游击队员就不用学习和掌握正规军的战略战术、不了解正规军的武器装备，相反游击队员由于条件所限，不能配备正规军所拥有的重装备，但必须了解重装备的长处和短处，否则就不能以己之长克人之短，那就趁早向正规军投降吧，否则早晚死得很惨。转换到炒股上来讲，就是职业个人投资者完全有机会战胜券商、基金等正规军，但这不是说个人投资者就不用学习和了解机构投资者信奉的投资理念、不了解他们的分析工具，相反，个人职业投资者由于条件所限不能采用巨型的分析软件和数据库，但必须了解个人的长处在于运作成本低、决策高效、操作灵活，而短处在于研究可能不够深入，统计分析不够全面、不具备专业的分析团队支持，因此不宜模仿大资金的投资模式进行运作，必须用自己的长处来克机构的短处，否则趁早把钱交给基金或委托理财，否则很可能死得很惨。

如果赢利是您入市的惟一目的，那么您不应该选择做业余投资者，但是否有资格做职业投资者，应该事先掂量一下。**如果您不能看懂本书60%**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





以上的部分，特别是后面的部分，那么最好离股市远点！坦率地讲，一般的老百姓并不适合做职业投资人，最好也不要来炒股。要全面深刻地了解投资对象、了解竞争对手、了解市场特性不是个人能力能做到的，从明白理论到成功实践也不是书本上学一两招就能长期奏效的，事实上，其工作量远远大于一般人的想象。不可能所有的股民都想做职业投资者，都能做职业投资者，人生的追求各有不同，人生的环境也是不同的，没有必要太为难自己去做一个因为自己没有足够的时间和精力而成功率变得很低的事，除非，您在股市里赔钱时也非常快乐。当然，如果现在还不好确定，那么还是继续读读本书吧！

对手的变化静悄悄

在充分了解自己的基础上，了解其他投资者也十分重要。股市投资有时就像隔着屏风的赌博，不了解对手的秉性和习惯，就会少一分必胜的把握。

正如经济学泰斗——凯恩斯所讲的选美故事，想要赢得选美的头奖，关键不是选择自己认为最美的小姐，而是选择大多数人眼中的“西施”。股市投资正是这个道理。特别是在挖掘股票的波动价值和信心价值①的时候，其他投资者选择股票的标准和理念是自己制定投资策略的重要依据。回顾深沪股市十多年来市场投资者结构的巨大变化及其命运的起伏跌宕，总能让人有所启发。

上世纪九十年代初，我国股市刚刚建立时，市场规模很小，也没有机构投资者。于是，在当时上海市场中辖资不菲的杨怀定先生就被尊称为“杨百万”，成为呼风唤雨的人物。而当时的股票也不过几只，一度被称为“老八股”之流。在这样的市场中，波动价值成为主要的表现，只要有人想折腾一下，市场就会有波澜，说不定机构大户们中午喝得兴起，下午就能造出一波行情，主观意识几乎可以主宰大部分市场机会。

---

① 本书的后半部分将做更详细的解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九十年代中，券商和部分企业的入市，结束了个人大户执掌“朝纲”的时代。随着发行速度的加快，供求关系成为主导行情的主要因素。特别是由于总体市场规模不大，资金多时大家齐涨，股票多时大家齐跌。只要有波动，大家就有钱赚。因此，当时市场中的大部分题材和概念纯属捏造，现在看来甚至有些荒唐。例如，以股票编号为特征，“6008××”称为八频道，“6006××”称为六频道，纯属是炒作的噱头而已。如果十多年后的今天，还有哪个机构敢以这种题材来炒作，几乎就是在“找死”。

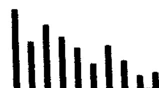
九十年代中后期，企业集团资金的允许入市和券商的重组增资，大大增加了机构投资者的规模，这给机构投资者收购重组上市公司提供了可能。于是，所谓的资产重组题材一炒就是三年多。不少机构投资者，通过一、二级市场的联动、重组与炒作的呼应，在股市中大显身手。鼎盛时期比较经典的案例有中科创业和亿安科技。同时，德隆、哈里等一系列机构投资者的“大名”也在这个阶段里“闪闪发光”起来。遗憾的是，这些名字上的光环现在已经变得暗淡了。

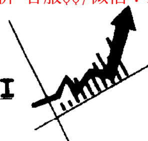
在九十年代末开始，在“超常规发展机构投资者”[①]的政策推动下，证券投资基金纷纷成立，同时大量私募基金和其他投资机构的崛起，使得市场中的“庄家”数量超过了股票数。在一只股票上，多家机构合作或抢庄的现象时有发生。过去，主力炒作股票不外乎五个字“养、吊、轧、套、杀”，这样的主力如果现在还存在，那首先死的可能是自己。因为，2004 年以后的股市里，稍有规模的股票里都藏着不下五六个机构投资者，犹如一群野狗，所谓“养套杀”之类的招数都是“野狗们”以前的惯用伎俩，如果在机构时代坐庄的“笨老虎”还只会这几招，那只能成为“野狗们”的食物。

更重要的是，2001 年以后开放式基金的扩张、社保资金的入市以及 QFII（合格的境外机构投资者）的上阵，彻底改变了市场的博弈格局。企业价值的挖掘逐步被重视，甚至有可能不久将超过对波动价值的挖掘，而纯概念的市场炒作将不再成为主流。也正是这个原因，2001 年的市场价位由于离企业价

① 1999 年刚上任的证监会主席周小川提出了“超常规发展机构投资者”的发展战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





值水平过远，市场出现了一场幅度较大的调整，为大规模理性投资资金的入市打好了基础。甚至可以说，2001 年大规模的整顿市场秩序，其根本的一个内在动力，就是投资者结构变化所决定的。社保和银行储蓄资金的大量入市大大增加了股市承担的风险，因此监管层必须进行规范市场的准备工作，降低整个社会的金融风险，进而保证总体的稳定。

2001 年 3 月 19 日，中国证监会网站面目一新，“保护投资者利益是我们工作的重中之重”这句话被放置到了网站首页上方的醒目位置。不少人都一厢情愿地把这句话理解为仅仅是突出对中小投资者的保护。但是，从现实角度仔细分析就会发现，这是在大力发展机构投资者政策实施后不久提出的。**社保、基金以及不少大型企业的入市，才使得投资者的地位与融资者的地位逐步趋向了同一个数量级，这也才是导致市场泡沫破灭并真正趋向理性的直接动因，而国有股减持的相关消息不过是导火索而已。**因为，从股市诞生的那一天起，国有股和法人股的流通就一直存在着，这个“利空”之剑早已多次被空方用来打压市场，但事后总是“好了伤疤忘了疼”。而这次真的不同了：一方面，机构投资者的大比例增加，使得整个市场的理性程度大大提高，所以全流通问题所带来的系统风险在市场中得到了空前的认同；另一方面，市场对减持问题的大讨论，使得监管层也有了新的认识，各方面共同认识到，压缩泡沫并降低整个市场的系统风险，才是保护众多场内外机构投资者长远利益的最优选择。机构投资者的发展，增强了投资者阵营的话语权，也使得监管的天平开始从偏向融资方转为相对平衡的状态。

尽管从历史的趋势看，机构投资者终将主导整个市场，但职业个人投资者战胜基金也并不是奢望。有个寓言故事挺有意思，大意是猎人派猎狗去追兔子，猎狗一会儿就回来报告说没追着，猎人质问为什么，猎狗报告说，兔子是为了自己的命在跑，而自己不过是混口饭而已，怎么能比呢？只要您比机构投资者的操盘手们更“玩命儿”，赢些机构的钱来花花，又有什么不可能呢？那些最终被迫在高位举杠铃的机构们不就是很好的实例吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



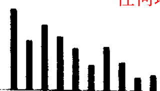
不是对手

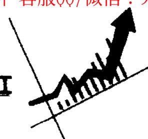
投资基金的尴尬

与普通投资者同台竞技的一个最透明的“伙伴”就是证券投资基金。特别是1999年以后，规范化成立起来的证券投资基金，其对股市交易行为和发展趋势的影响越来越大。

如果回顾一下历只基金发行情况，就可以看到整个基金业发展的缩影。1999年5月，基金汉盛和基金景宏上市当日最高价均未超过发行价，一级市场的认购者全面陷入无利可图的尴尬境地。这在当时还是一条新闻，可几年后的2003年，如果有哪只基金上市超过发行价那才能算是新闻了。但是时间到了2004年，随着股市的升温，开放式基金的销售再次吸引了大量的储蓄资金入市。2004年的头三个月几乎每三个工作日就有一只新基金亮相，而且一不留神发行量就过了百亿元，以至于基金业自己都觉得市场有些热过了头，而且当时认购基金的投资者中，相当比例的人缺乏风险意识，半数多的投资者并不了解基金的风险所在，这些都对基金业的长期发展是有负面影响的。特别对于开放式基金而言，非理性资金往往会使得他们在最需要资金的底部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





时，赎回压力很大，而行情见顶时，申购资金却仍然源源不断，这或许就是大众非理性行为导致的社会成本吧。

《证券投资基金管理暂行办法》于1997年11月14日正式颁布实施，这是我国首次颁布证券投资基金的法规性文件。但是法规有了，并不意味着基金大发展的时机就会成熟。即便是1999年至2003年的基金发展高峰期，基金是否出于良性发展仍存在争议。刚开始时，主要是通过证券交易系统发行封闭式基金，导致少有新资金申购，后来大量的开放式基金出台，并通过银行网络销售，才逐渐为广大百姓所认知。

2000年的“基金黑幕”事件一度严重打击了基金投资人的信心。但这只是问题的表象，其稍稍内核一些的问题是基金的公司治理结构问题，或者说是代理成本问题。通俗些讲，就是基金根本没有动力和约束力来老老实实地为投资者赚钱。相反，基金的股东大多是券商，所以其为大股东们“抬轿子”的倾向性则是“天生”的。外加基金经理人的职业道德约束几乎无从谈起，“损投资人的利益，肥自己腰包”的诱惑实在太大。上市公司老总的折戟沉沙在前，基金经理又有什么超人的能力跳出这个怪圈？面对巨大的金钱诱惑，仅仅靠道德约束是没有意义的。所以基金发展初期的堕落与上市公司的种种问题有着共同的深层次背景。

2002年，基金的设立之门打开，基金业的竞争开始激烈起来，没有信用的基金面临发行失败的压力，基金业也真正有了规范发展的内在压力，但是环境依旧是严酷的。首先，信息披露下的公开操作，使得基金公司在暗箱操作比比皆是的市场中难免举步维艰；其次，基金根本没有其可操作的市场工具，不论是股指期货还是股票期货及其做空机制[①]都没有推出，基金无法避险。更为重要的是，一个市场中近三分之二(即国有股法人股)的股票定价尚未定论的情况下，基金资产无疑暴露在巨大的系统风险之下。可以简单设想

① 所谓做空机制，简单地说，就是指以股指期货和股票期货为主的期货交易，按照交易制度，投资者可以在实际并未持有股票的情况下，先行卖出，而在未来某一约定的期间再行买入。如果股价呈现下跌走势，投资者就可以在先卖后买的过程中获利。因此，一旦实行了做空机制，投资者就可以在股市下跌过程中直接获利，这同单向股市中只有上涨过程才能获利有着非常大的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下，近三分之二资产以两种极端不同的定价方式进行流通，基金净值会出现怎样的巨大差异。这种情况下，股票未来的定价都是巨大的悬念，基金的投资价值就更无从判定了，因此对于真正的投资者而言也就失去了投资的前提。这些因素，导致基金成为保险资金"高抛低吸"的乐园，因为当时的法规限定他们只能投资基金。也正因此，基金作为一个投资品种值得关注，还需要政策环境和市场环境的改变。而作为投机品种，那么只要关注保险资金的动向和相关政策就可以了。

当然，从长期看，基金的主要参与者当然应该是广大普通百姓，只是公众对基金的认识和信任需要一个相当的过程。当然，基金发展中的种种问题终究是会过去的，更长期的问题是投资者如何投资基金和与基金分食市场蛋糕的问题。第一个问题，是基金投资价值评估的问题，尽管有各种指标来评价，但"是骡子是马，能在市场里玩得转才是好样的"，这也是最根本的。相对股票而言，基金作为投资品种时的价值分析要简单一些，简单地讲只要看看净值的变化趋势以及市价的变化趋势就可以了。当然还要看基金的风险管理水平，冒着高风险获得赢利的基金未必就是好样的。作为一个职业投资者以及想终身与股市为伴的投资人，基金最多是投资者组合中的一个平衡板块，不应作为主要的投资对象。第二个问题是如何与基金争利或分利的问题，作为博弈的对手，基金是值得细细研究的。

2004 年初，国际基金评级机构晨星公司(Morning Star)已经开始对我国的基金开始评级并公布结果，这似乎意味着基金业的发展正在进入一个新阶段。

与基金经理分蛋糕

与证券投资基金同台抗争，是每个投资人不可回避的现实，如何从基金经理人嘴里分一块蛋糕，这是投资人在股市中角逐时所必须面对的现实。对于普通散户而言，不会特别地感觉到基金的存在，但资金较大的投资人，特别是一些私募基金和券商以及所有想对某只个股进行"调控"的主力，都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感到证券投资基金在市场中的存在以及日渐上升的影响力。

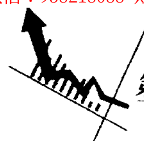
要与基金分食蛋糕，首先需要分析基金的强势与弱势。其最明显的弱点是强制性的信息披露，这给对手提供了相当丰富的信息，每季度公布投资组合的要求，甚至影响到基金操作的节奏。其次是其融资能力问题。一般投资人可以有很强的融资能力，关键的时候可以东挪西借，后续支援部队源源不断。但基金受到规模的制约，封闭式基金不能再随便融资，开放式基金则往往在需要资金的时候还要面对大量的赎回。尽管相关法规可能会逐步放宽这种限制，但无疑会大大增加基金的风险。在法规允许之前，基金只能通过拆借市场，调节自身债券和股票间的比例，没有可能在关键时候让资金成倍地扩张。

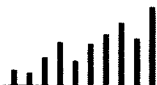
开放式基金有时还要面对不确定的赎回压力，所以操作难度更大。当然，基金的人力资源比较丰富，丰厚的年薪可以吸引市场内外的各路高手和人才。不过，羊毛一定出在羊身上，基金的投资者未必会从经理人的高薪中得到任何好处。

面对基金，一般优势方面谈得比较多。但实际上，强弱之间是可以转换的，许多表面上看来是强势的特点，从另一个角度看也可能正是弱势所在。比如，基金的资金大多雄厚，以 2003 年初的统计看，市场中单个基金的规模都在 10 亿 ~ 50 亿元之间，开放式基金的规模理论上完全可以超过百亿元。而且，一家基金管理公司同时管理着数只基金，基金之间多少可以有些呼应，所以相互照应的资金总量轻易可以达到百亿元的数量级。但恰恰因为这个原因，市场中的其他“猎食者”往往把基金作为重点分析的对象，而散户是不太可能被某个主力盯上的。再比如人才问题，正因为待遇丰厚，导致基金经理竞争激烈，甚至跳槽频繁，这导致基金经理常常难以大胆发挥个人的特长，从而限制了中长期投资策略的灵活运用。这一问题，是代客理财中普遍存在的问题。特别是我国的深沪股市中，由于代理成本较高，基金经理人不得不通过短期行为来缓解客户的信任压力。而对于自有资金的个人投资者则很少有此类担心。

另一个阶段性的问题就是监管方面对基金的政策以及市场对基金的普遍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





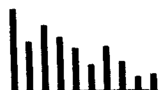
认同感。从最初的《证券投资基金管理暂行办法》看，联网挂牌公募基金(公开发行募集的基金)在个股上的持股比重不得超过 10%，这就决定了基金不可能过分地参与收购行情，一般也不会在举牌“游戏”中唱主角。又如，最初的基金交易信息是需要及时上报监管部门的，有时还不得不领会上面的“招呼”，甚至大股东也会不时指手画脚一番，这些都会直接影响到基金的市场运作。而且，在赢利模式方面，私募基金往往敢于“创新”，或者说是打擦边球，但公开发行的证券投资基金却往往要等到监管部门首肯之后才能行动。比如 2003 年以后，社保资金可通过基金投资进行委托理财的政策，对基金投资方式的影响也是非常长远的。不难预计，市场监管方面对公募基金的规范力度、放权进度以及其发展环境，都会对基金的投资风格产生重大影响。及时分析新政策对基金的放权和约束变化是与公募基金较量中的要点之一。

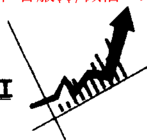
有约束也就有补贴，公募基金一度可以躺在新股申购上“旱涝保收”，就是一例。但这种宠爱往往也会使整个公募基金业缺少生存竞争的压力。“不经历风雨，怎能见彩虹”，公募基金的成熟是必然要经过残酷的市场洗礼的，这无法回避。

尽管，公募基金发展迅猛，但在一段时间里还难以走向规范和成熟。例如，新基金在政策扶植中成长起来，在过于相同的环境下孵化，这使得他们存在很多共性的同时缺乏必要的个性。具体表现在投资比例、投资重心、产品设计，甚至在对大势的判断和持仓上，都有过多的雷同，这往往会导致一荣俱荣、一损俱损的结局。就拿投资理念来讲，投资高科技、信息产业，一度成了各基金管理人的共识，基金投资行为的“羊群效应”初见端倪，特别是 2003 年底在低价大盘股上的共谋行为甚至遭到了市场的质疑。

就开放式基金而言，资金量浮动的弊端更是明显。更直接一点讲，在投机气氛比较浓的市场中，开放式基金具备一定的放大作用。当股市走好时，基金的收益会随着股指的上扬而步步走高，这就会吸引更多的资金加入基金。而熊市中，资金逃离，基金缩水，有时会使基金运作上十分被动。这一点在 2004 年的市场已经有所表现，并引起了管理层的注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





股市有涨有落，基金也难免会有逆水行舟的时候。但可以相信，公募基金中一定会有一些品种脱颖而出、表现不凡，而且还会涌现一批成功的基金经理人，而这些高手中就有可能来自于私募基金的操盘手，同样，私募基金的经理人也完全有可能来自于您这样的职业“修炼”者。

看清股票背后的东西



股市中的“理论家”们，经常喜欢争论的一个问题就是投资与投机的关系问题。其实，到底在策略上更应该偏重和强调投资还是投机，必须要看清所投资的对象。由一堆毫无价值的筹码和赌性十足的个人投资者组成的市场，必然是一个充满投机的市场，在这种环境中采取理性投资的策略往往比投机更容易自取灭亡。相反，如果投资对象是有价值的品种、有前景的企业，那么就有了培育投资理念的基础。因此，只有了解好投资对象，才能选择更适当的投资策略，也才能更好地理解股市。

谈到了解投资对象，自然就要说到上市公司的基本分析。尽管这种分析在股市中，特别是初级阶段的市场中，并不具备充分的指导意义，但必须看到股市总在不断规范中发展前进，市场投资最终是离不开对企业价值分析的，这一点将随着市场的逐步规范而日益受到重视，随着机构投资者的增加而成为流行色，也将随着公司披露信息的更加真实而具备更高的参考价值。

在开始正题之前，还需要对我们最常讨论的两个词——投资和投机，有一个概念上的暂时界定。在人们一般的讨论中大多使用投资这个词，比如投资者、投资机构、投资品种等等，这个概念是比较宽泛的，是指投入资金以获得回报的一种经济活动。但实际上投资还有一个相对于投机而言的、比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

窄的概念，是指一种投资的方法和理念，或许应该称为**“投值”**，[1] 即以价值为基础的投资，与之对应的是以机会为基础的投资行为，**即投机**。尽管许多“大师”对此（投值和投机）都有精辟的论述，但笔者为了将投资与投机能做较好的对比，这里给出一个比较性的定义。“投资”（投值）是在主观上已经认定充分了解对象的风险后所进行的投资行为，而投机则是主观上针对不确定风险的一种冒险行为。**另有一种更专业些的说法是，投资（投值）行为是有统计意义上的风险补偿的，而投机则没有。**

其实，绝大多数的投资行为都同时包含投资（投值）和投机的成分，只是比例不同而已，因为任何投资都是存在一些不确定风险的，因此到底是否充分了解又怎样判定风险补偿，往往只能是建立在历史经验上的“主观认定”。对于投资、投机还是投值，我们在后面的部分还会进行更深入的探讨。

买股票是在买什么

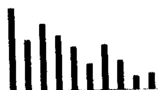
买股票到底买的是什么呢？不同的投资人有不同的答案。

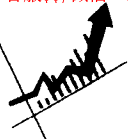
当然对于充分投机的市场而言，买股票就是买个机会、买些筹码、买把运气。但如果从投资的角度讲，买股票，买的是股份制公司的所有权。从古典些的角度上讲，企业所有权是与企业的控制权和剩余价值索取权相对应的。因此买股票买的是一份分享企业利润的权利，至少从名义上也包括了投票权等等。但在现实企业中，所有权、控制权、剩余价值索取权在不同程度上是分离的。也就是说，投资者买了股票、当了股东，但并不意味着就能对公司拥有实际的控制权，此外，就公司产生的剩余（可分配利润），股东有时还需要和经营者一起分享，而且随着人力资本地位（可以理解为经理人身价）的不断上升，这一趋势越来越显著。企业剩余价值索取权作为一种必要且有

---

(1) 投资的两个概念，一宽、一窄，不便于区分，投值的概念是针对投机而言的狭义的投资概念。但为了多数非专业投资者的阅读方便，在以后的文中仍通过理性投资或价值投资之类的说法来表示“投值”的概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





效的激励工具，它到底在企业中是如何安排的，其意义对投资者而言是十分重大的。这也是投资者应该持续关注的一个方面。

拿深沪股市1999年开始发行的封闭式基金为例，有关法规对基金的分配做出了明确规定，大意是“每年要把90%的利润以现金形式分配给持有人”。在这样一个剩余价值索取权的安排下，基金持有人的利益是十分明确而有保障的。但遗憾的是，基金管理者的收益在当时是“旱涝保收”的，这种分配使得基金公司很难与持有人一条心。

上市公司方面，形成规范的公司治理结构是一个更漫长而反复的过程，在这个过程中，上市公司利润的分配常常会出现随心所欲的现象，因此，在这种状况没有得到根本改变之前，真正以取得企业红利为目标的股票投资是缺乏现实基础的。即使要以此为据，也只能选择有限的极少数公司，并多方面考察其公开数据的真实性，特别是企业管理层的诚信度和企业的实际控制者状况。

上世纪九十年代中期以来，“公司治理结构”[1]一词在我国股市中流行起来。简单说，公司治理结构就是关于企业所有权的一套制度安排，是企业所有权安排的具体化，它描绘了公司各相关利益者之间的关系框架。有了这样一套有效的框架和相关的保障措施，企业所有者(股东)、经营者、员工之间的利益也就更好地得到了明确而公开地协调。否则，大股东难免有侵害小股东的倾向、经营者也难免有侵害股东利益的想法，这些恶意的行为得不到遏止，企业的股东就难以有投资收益的保障。

那么股市初级阶段[2]的企业到底能给投资者带来什么呢？这是整日在股市中摸爬滚打者们最关心的问题。**遗憾的是，从1991年至2001年间，深沪股市整体上看，是没有投资回报的，充其量只是一场财富的再分配运动。**

其实不需要太精确的统计就可以知道，在头10年中，投资者交纳的交易税、所得税、交易佣金远远大于同期企业的现金分红。这使得投资者不可能依靠企业的现金回报取得收益。更实质的是，投资者用现金认购的股权资

① corporate governance，有的学者译之为公司治理、法人治理结构或企业治理结构等，皆同意义。

② 这里是指2001年中国证监会开始全面治理公司行为之前的10年间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产，远远高于实际资产价值。通常10元钱买到的新股，其每股净资产不过3元钱。按照财务意义理解，高出的7元是购买企业的无形资产或者可称为商誉的东西。这种情况在国际市场上也是常见的，但根本的问题是，上市企业是否真有如此高价值的商誉和无形资产值得投资者慷慨解囊呢？面对不少亏损国企改组包装上市的股份公司，其商誉是否能为正数都是一个值得商榷的问题。可以说，新股投资者一入市，买下的便是相当比例的一个泡沫，同时，也因此在很大比例上被发起人股(以国家股和法人股为主)稀释了其资产的含金量。[1]

可是，股市中的确有一些人在某些股票上长期投资后，其每股价值呈现了不断增值的趋势，这又如何解释呢？其实道理很简单。除了个别股票的确自身发展较快外，大多数是借助了“众人拾柴火焰高”的道理。例如，深发展(000001)、梅雁股份(600868)、申华实业(600653)等，在股本的多次扩张中，多次高溢价的配股不断提高了公司的净资产，也不断给前期投入的股东带来了巨大的增值。即使企业利润率和公司市盈率不变，前期股东的收益也将随着反复的送股和高价配股的过程而快速升值。因此，只有不断高价配股和高价增发的股票才能给先前的投资者带来回报。这在现实的深沪股市中已得到了验证。外加当时配股有净资产收益率方面的要求，[2] 使得大部分配股公司业绩相对比较好。这些因素决定了在前10年的股市中，股本扩张能力较强的小盘绩优股必然是最佳获利品种，这也是此类股票在市场中定价较高的一个重要因素。

从这个阶段的投资对象看，买股票就是要买有“轿夫”[3]的股票，选择将来有能力吸引大规模“轿夫”的上市公司。从这个角度来重新看待这些年来

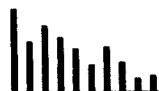
---

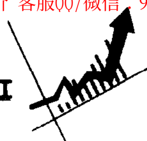
① 发起人股通常是以1元的面值认购的，或是以1元资产折股的，因此溢价发行新股后，随着每股净资产的提升，发起人股的含金量得到大幅提升。这个游戏的形象比喻，不妨研读张卫星先生在1999年写的“新淘金记”一文。

② 配股一度有较高的门槛，要求三年均达到10%的净资产收益率，后来改为三年平均达到10%。

③ 这里的“轿夫”来自于股市中“抬轿子”的比喻，是指后来者大量买入股票而抬高股价使先来者得益的情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的各种题材和市场热点，也许就容易理解一些了。这种吸引投资的能力不妨给个名字，暂称之为“信心价值”。股市是一个需要信心的地方，所以信心也就有了价值。

从西方成熟市场传来的一种观点是，买股票就是买公司未来净现金流的折现，简化讲也就是希望得到源源不断的现金分红作为投资回报。依据这种观点，选择股票的工作就是要选择能够带来稳定高现金红利的公司。这种从企业经营上获得回报的能力，不妨称之为“企业价值”。有人在2001年对上千家上市公司的回报情况进行统计，发现有一家名为“佛山照明”(000541)的上市公司，其对股东的现金回报超过了投资者先期的投入。如果计算无误，这的确是一件可喜可贺的好事，不过对于千分之一的比例而言，更多的恐怕还是遗憾。

除了上述两种对价值的解释外，还有一种人买股票就是图个“高抛低吸”。因此，他们买股票买的是“差价”，是“波动”，买的是有较大β系数①的股票。以此为准绳的人，大多会选择股价跌宕起伏的股票，凭借自己丰富的经验和高超的技术，在市场中冲来杀去，往往多少也会有些收益，至于企业的业绩和概念，他们不会长期关注，因为对他们而言这些只是制造股价传言的一些由头而已。但是，这种理念对经验丰富、时间充裕的专业投资者比较适合，而对于业余或规模较大的被动型投资者，则操作上比较困难，有时反而效率更低。

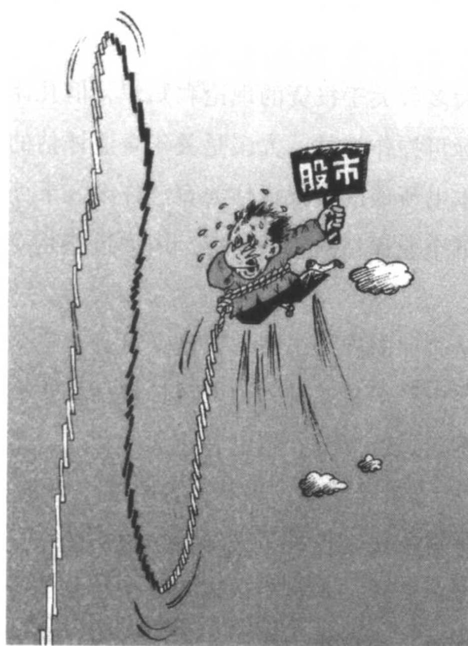
其实，买股票到底是买什么，不同的人有不同的答案。如果套用一句老话就是“能让人赚钱的就是好股票”，**但关键就是每个人擅长和信仰的赚钱方法并不一致，因此着眼点也就应该在于买那些通过自己信仰和擅长的投资方法，能够把握机会并从中获利的股票。“三千溺水，只取一瓢”，与此同理。**

反观本段话题开头提出的问题，这里或许可以总结出一个简单的答案：买股票就是买一个适合自己的投资品种。品种的风险要适合自己，品种的回

① β系数是资本资产定价模型中的一个参数，β越大的股票在概率意义上，会相对有较大的波动幅度。本书后面部分详解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报方式要适合自己，品种的波动幅度和周期也要大体适合自己，品种的回报率更应符合自己的期望。



玩的就是心跳

股票的“身价”如何测算

投资股票，首先遇到的问题就是选股，而选股的实质就是股票的价值评估，在适当的时候，以合适的价格买入股票是赢利的一个重要前提。在讨论之前，必须区分一下企业评估(或称资产评估)和股票评估的区别。从上面的讨论中，我们已经把投资对象的价值分为了三种：企业价值、波动价值和信心价值，可见，这里谈论的企业评估主要是对企业价值的评估，而股票评估是一个更宽泛的概念。

有了上述的界定后，大家就可以理解，股票评估实际上是一个寻找符合自己投资品种的全过程。标准本身是多方面的，对于不同的需求者和不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估者，可能有不同的结果，甚至很难有统一的评价标准和体系，如果一定要有，只能说“适合的就是最好的”，这一点与“找对象”倒十分类似。因此，股票评估远不像企业评估那样规范化、标准化，这也正是股票市场纷繁复杂的一个原因。

市场上现有的大多数关于投资的理论和知识，但凡体系比较完善的、争议比较少而又有实际可操作性的，大多是关于企业评估的，而且大部分是集中在资产评估，而本书所谈的股票评估要宽泛许多。下面我们先从内外两个角度来粗略了解一下企业评估的一些内容。因为这些是专业投资者评估股票的一门基础课。

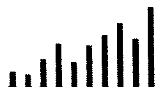
第一个角度是从企业的内部来评估，这又可分为三个方面。一是有形资产，包括现金、固定资产等；二是人力资源，包括其重要管理人员的年龄、知识结构和对企业的忠诚度等等；第三是企业文化，包括企业的制度、企业的治理结构、市场定位和形象等。以往的研究中，比较注意第一方面的分析，这与现有会计体系的局限性有很大关系。现有的会计体系是旧工业经济时代发展起来的，主要关注的都是有形资产的价值，而对于无形资产的关注很不足，在记录和评价方面也极为有限。而事实上，随着信息时代和所谓新经济时代的到来，后两方面的无形资产变得越来越重要，甚至从根本上决定了第一方面资产在企业中的价值体现，这种决定性的作用正在为人们所逐步认识，只是评估的量化方法上还没有形成专业上的共识，而正因为这一点，也才值得有心人多花一些力气去研究。**领先一步是成功的诀窍嘛。**

第二个角度是从企业的外部来看，可找到以下几个参考指标，一是同类比较，找类似的同行业公司，从其他公司的收购价格来评估推测目标公司的整体价值，再除以股本总数就得到每股价格了；二是对于已经上市的公司可以直接用市值，也就是市场的总价值，但这个市值一般都含有相当比例的泡沫，除非股市在长期低迷的时候，公司的市值才适合收购；第三种就是现金红利的折现总和，有人也以股权自由现金流来折现，具体方法还有很多，但道理一样。

然而，需要特别关注的一点是，一切教科书上所讲授的评估方法都基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





一个默认的前提假设，即评估需要的信息是真实的、可靠的，甚至还需要再敲定一些前提条件，如稳定的折现率等等。但是，现实中最难的问题就是评估过程中所依据信息是否真实和可靠，这是难以、甚至无法全面证实的。例如，最基本的折现要素——长期利率，就往往很难预测，因为连央行行长有时也无法确定明年的利率是否需要大幅变动，普通的投资者又如何能确定呢？又如现金流折现方法中，投资银行的分析师们对企业未来现金流的估算基本上类似于盲人摸象，因为企业老总和公司的CFO(财务首席执行官，即国内的总会计师)自己有时也不太清楚企业明年的蛋糕在哪里，更何况外人呢？如果把这些不确定因素都考虑进来，评估的误差将让人难以接受，甚至会从根本上失去实际意义。

事实上，投资股票波动性的人，反而容易对股票进行评估。因为研究股票波动性的数学工具更多、更成熟。而且，许多技术分析方法和参数都已经专业化，很多商业软件提供了相当丰富的技术指标，而且不仅交易数据基本可以确保真实有效，还有很多历史资料都可以提供真实的案例和实践经验。

可惜的是，技术分析方面也有自己的死穴。这就是，对过去数据的研究统计结果与股票未来的表现不一定存在必然联系，或者说，历史并不会总是一模一样地重演。规律什么时候变了，变了多少，都无从预知。

如果，股票的历史表现与其未来没有任何联系，那么几乎所有的技术分析和对历史数据的研究就会变得毫无意义。幸好，事实并非如此，实践证明历史数据与股票的未来走势是有某种联系的。一个重要的原理就是，股票价格运动的规律有一定时间上的延续性或称惯性。有的惯性较大，有的很短。因此，技术分析对分析预测短期未来的准确性要远远高于长期。这里需要补充强调的是“周期”二字，也就是说，上述的短期是相对经验数据的周期而言的，以年为周期的历史数据可以预测未来一、二年的趋势，以日为周期的数据可以预测未来一两日的趋势，所谓的短期不是一个绝对数量上的短期。

除了投资企业价值和波动价值外，如果从第三个方面讲，就是需要评估股票未来被公众认可的“信心价值”。1998年，网络概念刚刚在美国兴起到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002年网络泡沫在NASDAQ①彻底破灭，从行业角度看，吸引大量投资的不是企业的价值也不全是其波动价值。因为，网络热潮的后三分之二过程中，大家都知道网络股企业存在很大泡沫，短期没有赢利模式，股价被高估，同时其波动也不具有周期性，而是一次性的狂热。那么为什么当时还有许多人(其中包括理性的机构投资者)来参与投资呢？原因在于，他们基于对股票的信心价值的评估，他们认为在他们之后还会有更多的人会对网络神话充满信心，即博傻行为。而股票在这种博傻行为中的价值又该如何评估呢？这些现实股市中尚不能很好解释的现象，往往是促生新理论、新方法的催化剂，行为投资学的兴起，或许就是一例。

巴菲特②擅长的是企业价值投资，因为他善于评估企业的价值，而面对网络热潮却只能隔岸观火了。其中的原因之一，就是因为他老人家没有找到让自己有信心的某种方法来比较准确地评估网络泡沫的价值，或者说是他对这种“信心价值”不屑一顾。从心理的角度讲，这种价值可以描述为一个故事吸引人们热情的力量。当市场中有人编出一些故事来的时候，如果可以评估出这个故事能够使多少人的信心增强并采取投资行动的话，博傻行为或许就可以在计算机上来模拟了。而目前这方面还很缺乏完善的理论和实践，也正是因为股票的这种信心价值是存在于人们心里的，是情绪上的，因此对于这方面的评估，实际上就是对市场中整体投资者一种心智上的评估，甚至包括整个市场环境因素的评估，其评估的难度远远超出了某块资产价值的评估。

上面我们提出了企业价值、波动价值和信心价值的观点，后面将做更为详细的阐述。但至此已经不难看出，我们投资的对象是多面的、复杂的。特别是我们评估它的手段和方法有很多局限，类似于盲人摸象，而且获得的信息本身也不那么可靠。再加上信息传递中种种失真和扭曲，导致我们几乎无法真实地了解投资的对象。要真正认识和了解被投资的企业，并不是一件简单的事情，先不说了解一个个公司所属的行业以及五花八门的产品是一大套

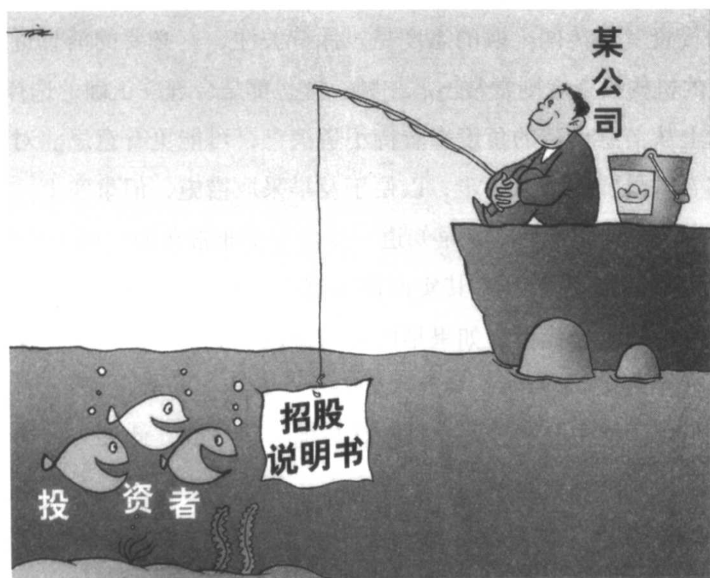
① 美国的创业板市场，国内也称“纳斯达克”。

② 美国著名的投资大师(Warren E. Buffett)，推崇以企业现金流折现方式来评估企业的真实价值，可参阅《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》一书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学问，仅是上述的企业文化、公司治理、所有权和控制权等名词概念，就已经需要业余投资者花不少时间。这些评估企业价值的知识，书店里会有好多种教科书，一辈子也学不完。但就股市投资而言，最重要的是对企业的实质有一个最基本的认识，此外再结合阶段性特色的市场环境，对企业当前特征及其表现有一个全局性的把握就可以了。很多繁杂的基础性工作已经有证券行业分析师为大家完成了。

评估股票，是一项具有挑战性的工作，特别是在信息传递成本较高的新兴市场中。普通投资者可以不完全掌握这一高难度的工作，但应该了解这一工作的内容、流程和意义。



饵的作用

公开信息里“淘金子”

鉴于信息对评估的重要性，这里特别拿出一些笔墨来聊聊对公开信息的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，网络时代的股市投资并不缺少各色各样的信息，有时甚至是太多、太快和太杂，而真正缺少的是真实、可靠和准确的信息，或者说是缺少快速辨别信息真伪和重要性的方法和手段。

首先不妨先说说小道消息。很多投资时间不长的投资者都喜欢打听小道消息。营业部里、股友之间或是股市论坛等等都常会有各种传闻，有些是好事者多嘴，有些就是个股主力的有意散布。对于这些传闻，视而不见是一种处理的方法，甚至应该说是一种不错的处理办法，原因在于鉴别这些消息的成本过高，而不鉴别就采用，则风险太大。但积极一些的投资者大多会稍稍留心一下这些消息，从中感悟一些市场的氛围，有些消息尽管不知真假，但多少有些提示和提醒作用，以便于从上千只股票中找到一些线索。一些主动性的机构投资者对传闻采取的态度是，保持关注，有必要的消息进行核实，而被动性的机构投资者则常常不屑一顾。这些都是合理并正确的选择。

实际上从信息传递的角度来看待小道消息，可能更有意思。对于投资者而言，都希望早知道消息一步，以便于及早采取措施，但事实上，投资的关键是对消息本身的判断而不是早知道一步。一个非常典型的例子就是1997年初小平逝世时的市场表现。[①] 其实谁都知道人终有一死，这一消息从1995年起就在市场中间歇地流传。如果早两天知道这个消息，对投资操作几乎没有任何实际指导意义（除判断正确的人需要一些融资上的时间外），真正的要点是在当时市场环境中分析该消息被确认后的市场反应。此外，如果您知道一个真正绝密的消息且一直被完好地保密着，那这个消息是没有市场意义的，因为公众不知道就不会采取行动，于是知道内幕消息者也就没有获利的机会。消息的市场意义在于为市场共知时造成的波动和事后的市场反应。

总体而言，小道消息不是市场的主角，公开信息才是投资者了解上市公司的主渠道。其中最主要的有招股书、上市公告、年报、中报、季报等，此外也包括各种临时公告，这些公开信息一般有公司董事会签名，因此这些信息是有人负责的，由此也才值得更加关注。

---

① 1997年2月20日，小平逝世消息公布，早上股指以跌停开盘，约5分钟之后，在深发展、四川长虹等指标股的带领下大幅反弹，当日股指近乎涨停，此后深沪股市展开并持续半年的大牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择精品　事半功倍

业绩报告是公司经营者向股东们上交的“答卷”，是投资者了解上市公司情况的一个重要途径。如何从浩瀚的业绩报告中挖掘有用的信息，是股票评估和投资决策的重要一环。

深沪上市公司的业绩报告主要有年末和年中两次，后来又有了季报。对于中长期投资者(操作周期在半年以上)而言，这个频率已经差不多够了。与一些投资分析报告和一般介绍性文章相比，这些业绩报告的客观性和准确性是受到法律保护的，是普通投资者了解上市公司的规范性资料，日后发现上当受骗时，有些甚至还可以作为诉讼的依据。具体到每份报告上，读者可以看到每个报告的开始处都有董事会对年报真实性和全面性的承诺，与各种小道消息相比具有相当的权威性和完备性。

比较而言，年末报告最全面，中期报告的内容较为概括，而且大部分是未经审计的，公正性上缺少双重保障。年末报告则是对全年的总结，内容丰富，多数是经过严格审计的。因此，年末报告相对更重要些。对于长线的理性投资者来讲，做好年报功课，全年都会受益匪浅。

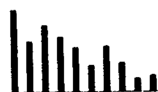
对于深沪股市而言，所谓理性投资[1]的观念，已经随着证券市场规模的扩大而日益深入人心，越来越多的人已经趋向于把企业价值的评估作为选股的一个重要依据，这一特点将在今后的市场中表现得日益突出。那么什么样的企业会有“阳光灿烂”的明天呢？

一般来讲，决定企业前景的因素很多，其中最主要的包括以下四个方面。

首先是经营者。通常，人是事物的主宰，一套有敬业精神又有经营能力的管理班子是企业保持旺盛生命力的基石。夕阳行业说法的片面性越来越为多数人所认识，甚至有人提出没有夕阳的行业只有夕阳的企业和产品。例如，商业、石油、钢铁等行业中照样有世界500强的企业，相反那些高科技

① 其实，研究股票波动的投资者也是理性的，这里只沿用社会通俗的说法而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





企业反倒在排名表上往往坐不稳当。再者，上市公司转换主业也不是新鲜事，只要经营者精明能干，可以及时通过资产重组改变企业的主营业务，避免行业和市场的风险。

其次是行业特性，在付出同等努力的情况下，高利润的新兴行业自然要比竞争激烈的旧行业效益好，而且具备垄断性的行业还可以赚得额外的垄断利润。

第三是政策环境，受到国家政策扶持的行业，处处享受优惠，这会降低运营成本。

第四是市场环境，卖方市场的产品自然好销，一旦新的替代产品进入市场，旧企业的赢利能力自然会受到严重影响。

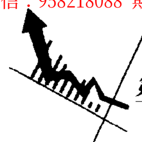
此外，我国加入世贸组织日子久了，世界市场的情况也会对国内市场产生越来越大的影响，例如国际原油价格的波动就会给很多相关企业带来冲击。虽然公司的年报中并不一定会有这些问题的直接回答，但通过对年报的详细分析，读者完全可以找到接近真实的答案。

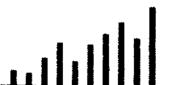
对于普通投资者来讲，一般很难具备较高的财务分析水平，随着上市公司数量的不断上升，要面面俱到地审核每个公司的财务状况，几乎是一件可望而不可及的事。股民审读年报的目的是挖掘公司的投资价值和投机机会，没有必要对于每一个公司进行详细的审核，所以，如何在日益增多的上市公司中找出值得细细琢磨的年报是一个首要问题。

现今，很多媒体和咨询公司做了大量有益的基础工作，为投资者提供了各种排名表格和速查网站。① 通过这些资料，可以很快选出少量的精品，比如10至20只。然后根据行业特性、政策倾斜、地域板块、个人偏好等筛选出5只，最后再收集这有限的5只股票的详细资料，加以细细品味，不仅事半功倍，而且会有意想不到的收获。当然这些筛选方法对于专业研究人员同样适用。

① 可参见书后附录中的参考网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





品味年报的丰富内涵

就上市公司刊出的年报全文而言，每次有洋洋数万字，哪些内容是需要投资者格外关注的呢？

有一阵子，市场特别关心人均持股数量，以此判断筹码的集中度，于是年报中股东人数一栏颇受关注，许多人以此分析人均持股数的变化。另一阵子，能否配股取决于净资产收益率，于是这一财务指标就成了眼球聚焦的热点。此外，公积金数、关联交易、转配股数量等都曾成为某个阶段的焦点信息。有时候，公开信息分析中也存在类似“时尚”的现象，市场流行什么，年报分析热点就会倾向什么。

当然，热点转换之外，一些基本信息是始终需要关注的。首先是财务指标，这部分是衡量公司业绩的标尺，是相对最具可比性的硬杠杠。其中，“主营业务收入”和“净利润”相对上年增长的百分数比，其绝对值有时更具分析价值。一般来讲，若这两项指标能够连年稳定增长，说明公司具备持续发展的环境和优势。

由于历史原因，以往公司上市前的三年数据大多具有“步步高”的特征，看起来很漂亮，但通常含有很高的“人造”成分。“总资产”和“股东权益”指标反映的是公司整体规模，投资者不必过于计较绝对数值的大小。小公司发展空间大，大公司具备规模效应，各有千秋。“每股收益”和“净资产收益率”是最常用的两项业绩指标。需要注意的是，如果公司在年报财务数据截止日之前发行新股或完成大比例配股，股东权益就会出现大幅增长，这种情况下，上述两项指标会被大比例摊薄，给公司业绩投下暂时的阴影，但从长期发展看，新资金到位后迟早会发挥效益，来年的指标就会有大幅提高的空间。“每股净资产”指标可以粗略理解为每股的“含金量”，为投资者提供了“物有所值”意义上的一种标准。特别是调整后的每股净资产，在挤掉了大部分可能有水分的资产后，能提供一个更加贴近实际的参考。但这里也往往有一个误区，有些人把净资产理解为公司股票价值的底线，因为公司清算时，股东理论上还可以按照每股净资产分一杯羹。但实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

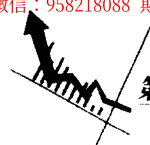
上，等到公司真的清算时，其每股净资产常常会出现大幅度缩水。例如，深圳首批摘牌公司之一的粤金曼(当时编号为0588)，其每股净资产曾经高达5元以上(1995年)，可临近摘牌时却一落千丈，银行都有大比例的不良资产，何况企业乎？**这正应了一句老话“账面上的东西都可以是虚的”**。

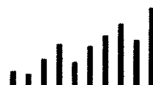
“股东权益比率”反映出企业自有资本的比重，同时也反映了负债的比重(股东权益比率+负债比率=100%)。如果企业在高负债状态下经营有利有弊，当企业盈利状况较好，主营收益率大大高出负债的利息水平时，股东就会因此得到较高的收益率。而一旦盈利水平下降，无法支付大量的借贷利息时，企业就会背上沉重的财务包袱，甚至面临破产的危险。所以对于这些高负债经营的企业，必须经常关注其盈利能力的变化。一般，新兴的小企业处于茁壮成长期或是财务负担很重的夕阳企业均易于高负债的情况，而且不同的行业差异很大，所以应在同行业比较时多关注。从百年老店的角度讲，工业企业的负债率一般在30%以下是比较稳健的，而银行的资本充足率应在8%以上是行业的基本要求。“宁可慢务求好”是企业长期发展的原则，权益比例高于67%是股票可以长期安全投资的一个重要条件。从另一方面看，作为长期理性的投资者，如果想睡好觉，还是选低负债率的公司为好。

年报中，有关“公司业务回顾与展望”通常是最有“学问”的一段内容。这里通常包含了公司的经营者对企业过去的评判和对美好未来的憧憬，通常是编写年报者最需要花些心思的地方，同时也是最需要仔细揣摩的一段文字。大部分新公司都会对实际业绩与招股时预测的差异做必要的解释，老公司则通常叙述本年度完成计划的情况。对业绩滑坡的解释中，经常包含了经营者的甜酸苦辣和公司产品的市场信息，值得反复回味。只可惜，都知道言多必失的道理后，这意义的内容越来越“精简”了。

股票及股本结构，这部分是真实性最高的，因为交易所很容易察觉其中的差错。表面上看这部分与公司股价没有什么联系，而实际上其内在的重要性和长期性并不亚于公司的财务指标。首先是股本结构，它是最具中国特色的一个部分，其中流通股的比重有时可以从某种意义上反映出公司股份制改造的程度，特别是社会公众股东对公司的影响力。国家股、法人股和其他特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





色股权的比重预示着公司未来可能承担的全流通上市压力。其次是主要股东的持股情况，一般只披露前 10 名的持股量。这部分数据可以关注三方面的问题：第一，与上年相比大股东持股的主动性变化通常反映出其对企业前景的一种预期；第二，大股东之间持股的平衡性决定了公司权力的分配，如果第一大股东绝对控股，则容易发生以转移利润和套现为目的的关联交易，也就是说上市公司容易成为大股东的掌中“玩物”，当然，这些实力雄厚的“靠山”也会在必要的时候为某种脱胎换骨的资产重组大开方便之门。总之，上市公司的未来是由“老大”的脾气决定的。2004 年以后，根据相关要求，公司还披露了流通股的前 10 大股东，这个名单实际上就是个股“庄家”的名单。只是，有些庄家会把筹码分布在不同的姓名或账户下，成为“暗庄”。但基金公司是不折不扣的“明庄”。

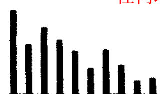
此外是高层管理人员的持股情况，虽然这部分股票一般在管理人员离职前不能上市流通，但这些人所持的股票是其自身利益与公司利益的一种挂钩。一般来讲，如果持股为零的管理人员占据了公司大部分的重要位置，那么他们的敬业精神是需要股东们格外关注的。

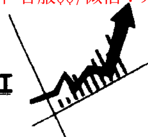
剖析资产负债表

资产负债表在会计体系中占据十分重要的位置，运用此表可进行企业资本结构分析、偿债能力分析和预测企业的财务趋势等。内容上看，资产负债表一般有三部分，即资产、负债和所有者权益，其内部关系为“资产 = 负债 + 所有者权益”。

所有上市公司均以一年为经营周期，以此为分界线，划分出了流动资产和长期资产。流动资产通常可以理解为在短期内易转化为现金的资产。其中根据变现能力的强弱大致可排列为货币资金、短期投资、应收票据、应收账款、预付货款、其他应收款、存货、待摊费用、到期债券等等。流动资产在公司经营中的变化非常频繁，资产负债表编制的数据只是截至年末的静态数据，因此大部分数据本身并不具备研究分析价值，重要的是趋势，特别是其中一些相对重要的项目，比如应收账款。该项目的增加反映公司销售政策偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





于宽松，有可能是产品滞销或竞争加剧所导致的，这是一个偏空的前兆。在财务注释部分中对应收账款和其他应收款的账龄会进行详细说明，如果有数额较大的长期应收款，一旦无法收回，会使得公司的财务状况面临严峻考验。2003 年 3 月，有关四川长虹海外销售应收账款可能无法收回而造成的股价震荡，就是一个鲜活的例证。

还有一个重要的流动资产是存货，如果某公司的存货数量在年中和年末报告中始终保持较高增长势头，那么该公司的产品可能已出现滞销积压。一般对制造业来讲，存货包括大量原材料，这与商业和房地产公司的存货是有所差别的。

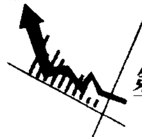
与流动资产相对应的是长期资产，如土地、房屋等，使用周期较长。按照实物形态可分为有形资产和无形资产。有形资产中一般包括固定资产、在建工程和自然资源。其中在建工程很可能是公司未来的利润增长，其规模大小、施工进度、产品的市场前景均是十分重要的，房地产的在建工程项目还常用来调节当期的利润。由于经济的扩张，土地和自然资源类资产一般有大幅增值的可能，因此固定资产原价的评估以及未来的增值潜力也是十分值得重视的。对于有大量土地和资源储备的公司尤其影响深远。就不同行业而言，固定资产在总资产中的比重是存在很大差异的，而正是这个比例的大小往往决定了公司进出该行业的壁垒高低。例如化工、钢铁等行业便是如此。除了看得见的资产外，还有看不见的无形资产，其价值的判断一般存在较大的误差空间，很难准确评估。

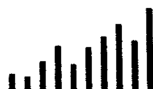
公司的负债部分需要与资产部分对应分析。有两个指标比较重要，它们是流动比率和速度比率。[①] 这两个指标反映公司的短期偿债能力。向上市公司贷款的银行，在考虑出借资金的安全性时，需要特别审查这两个指标。负债的形式很多，有票据、债券、贷款等，需要注意的是，票据一般不必考虑利息，而高利息的贷款和债券则通常会给公司带来财务费用。

根据证券市场的阶段性特征，在公积金转增颇受欢迎的日子里，股东权

① 流动比率 = 流动资产 ÷ 流动负债　速度比率 = (流动资产 - 存货) ÷ 流动负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





益部分中最值得关注的便是公司的公积金数量。如果公司的资本公积金和盈余公积金数额很大，则存在大比率转增股本或送红的可能，这通常会给股价带来较大的波动。此外，滚存利润较多的新公司倾向于实施大比例的送股，这对二级市场有特别的意义。对比前后两个时期的资产负债表，可得到财务状况变动表。以前曾要求披露，后来逐渐被现金流量表所替代了。

看透现金流量表

现金流量表是从 1998 年的中期开始披露的，它取代了当时的财务状况变动表，以便投资者和监管部门能从不同的角度，更加客观和公开地了解企业的经营状况和盈利能力。

投资者在阅读现金流量表时首先要明确现金的含义。现金流量表中的现金是指企业的库存现金、可随时支配的银行存款和现金等价物(如短期国债等)的总和，指的是变现能力最强的那部分资产，所以值得单独编制现金流量表来反映其变化情况。

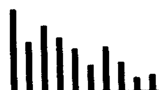
与其他财务表格不同的是，现金流量表把目光集中在了企业的现金变化上，表中清楚地列示了某个财务阶段中，企业收取了多少现金，又花去了多少现金。从现金流量表中，投资者可以清晰地看到，企业经营者是在怎样使用股东们的钞票的。现金对于企业来讲至关重要，难得的商业机遇可能因现金不足而错失良机，数额不大的到期债务也可能因现金周转不灵而导致破产。1998 年初香港的百富勤倒闭事件[1]便是一个典型案例。因此，现金流量表往往能向投资者反映出一些企业的深层次问题。

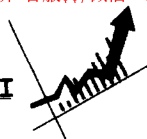
企业经营中，现金的使用和周转相当关键。现金流量表把这些活动分为三部分，一是经营活动的现金使用，二是投资活动导致的现金变化，三是筹资活动获得的现金多少。上市公司募集了大量资金，干什么用了呢？是用于生产经营了呢？还是拿去做投资了呢？现金流量表中均可以找到答案。如果大量募集来的现金被用于支付拖欠职工的工资、支付各种累计的税负或利

---

(1) 香港著名的投资银行百富勤在 1997 年亚洲金融危机中，因在东南亚的一笔周转资金出现问题，而使公司到期债务无法偿还而破产，当时公司自身的运行仍相当良好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



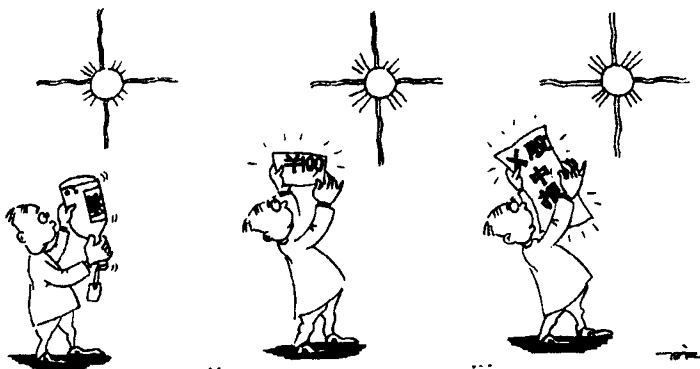


息，那么这个公司将有望很快成为ST板块的一员。另一种情况是企业把大量的资金用于对外投资，投资收益却少得可怜，那么这样的公司对股民来讲很可能是“雾里看花”。

现金流量表的一个重要功能是反映企业资产的偿债和变现能力，及早发现隐藏的财务危机。虽然我国的上市公司通常有各级政府的“鼎力支持”，不大可能出现前面类似百富勤的债务破产，但是，如果某个企业多年来产出的现金总是不足以弥补再投入所需的现金，那么这个企业似乎已经不再是一个生产利润的机器，而是个“吃钱的无底洞”，尽管它的账面仍可能盈利。

从另一个角度讲，现金流量表能够从更加纯净的角度反映出企业的净利润和收入。例如，某些子公司的产品均由母公司包销，如果产品积压销路不好，就难以收回现款，那么这就会从主营收入和现金收入的巨大差异中反映出来。同时，现金流量表对母子公司间的各种关联交易也有一定的透析作用，因为各种利润的转移最终都会在现金流量的变动中有所体现。例如，湖北兴化(600886)由当年著名绩优股衰败到被收购重组，其问题很早就从现金流上表现出来，并被专业人士所发现。

尽管现金流量表对分析企业的经营及成长状况有十分重要的作用，但投资者仍必须坚持兼看则明的观点，结合会计报表的注释，综合地分析三张财务报表，以获得全面准确的信息。



是真是假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小处见大　多方挖掘

对上市公司公开信息的分析常常需要小处见大的功夫。

进行评估和审计的会计师们，理应担当为投资大众去伪存真的“保护神”，但实际情况有一定差距。因此，甄别年报真伪的部分关键性环节还需要投资者自己有一定判断力。

有些上市公司频繁换聘会计师事务所，特别是在年底之前的此类举动，多数情况下是与年报制作相关的，需多加小心。又如，个别上市公司不远万里，异地聘请会计师，这通常也是“别有用心”的做法。因为，本地的会计师可能大多因了解到情况的糟糕程度，不愿接受委托，于是找个难以充分进行实地考查的会计师事务所，以便混水摸鱼。此外，会计师费用和审计费用倘若大大高出市场平均水平，也是需要注意的疑点。俗话讲，“拿人钱财为人消灾”。审计师们得到的额外好处，一般都是需要通过某种方式来回报客户的。因此，对审计费用异常的上市公司也需要格外留神。还有，上市或增发新股时的评估报告一般水分较大，报表业绩大多服务于近期的筹资目的。比较而言，公司上市后例行的报表披露工作相对稍好。因此，新股上市后的首次年报可能会与上市招股书中的情况出现较大差异。比较有名的“红光”事件[1]就属此类。总之，尽管一些虚假年报有时在专业人士面前也常常能做到以假乱真，但只要注意积累经验，仔细寻找蛛丝马迹，保持风险意识，总会有所收获的。

在分析公司财务报表时，研究者由于出发点不同，所关注的重点也不同。

一般来讲，债权人和发放贷款的银行比较关心公司的资产结构和偿债能力。而作为上市公司的股东，则主要是从投资回报和资产升值的角度

[1] 1998年4月30日，“红光实业”刊登1997年年度报告摘要。年报中披露1997年公司实际净利润为-19840万元，每股收益-0.363元。这与上市公告书和招股说明书中盈利预测的净利润7055万元相距甚远。红光实业当年上市，当年就出现巨额亏损，并于当年进入ST(特别处理)行列，这在当时是史无前例的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来研判。因此，最需要关心的方面主要有：企业的赢利能力、成长性和管理效率。除了直接分析各种比率指标外，横向、纵向的比较是同样重要的。

虽然，对于上市公司年报进行详细的财务分析是十分重要的，但这并不是充分条件。财务报表所能反映出的信息受到很多因素的限制，有时甚至仅仅是一些数字堆成的表面文章，对于不少无法以货币来衡量的重要因素缺乏足够的反映，例如管理层的经营思路和管理团队忠诚度等，这些也往往是不可忽视的。俗话讲，“纸上得来终觉浅”，投资者在努力挖掘年报信息的同时，也不能过分依赖于此。此外，在具体投资操作上不能“心太急”，发掘出好公司的时候，其股票未必也正好落在好价格上，这时候不应急于“占为己有”，还需耐心地等个好机会。好股票要有好价钱才是理想的买入时机，才真正值得长期拥有。

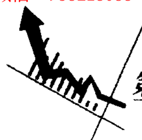
苍蝇不叮没缝的蛋

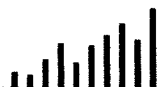
了解上市公司，除了业绩外还有些灰色的方面，其中与庄家(指有实力的市场机构投资者)的关系就是一个重要方面，这不是深沪股市的专利，但这里面有很多极具中国特色的东西。

尽管股市报道中极力避讳“庄家”一词，但 1999 - 2002 年间，亿安科技、银广夏、中科创业这样的庄股一个又一个地被揭露出来，人们不禁要问，股市中到底有多少庄家？而这些庄家又是从哪里来的呢？想搞明白“黑庄”的来源，就要看看股市中各路庄家是怎样形成的，他们的资金是哪里来的。令人吃惊而又在情理之中的一点是，这些庄家的背后，大多有上市公司的影子。

一些个人大户集结民间资金形成的所谓私募基金，是产生“黑庄”的一个重要来源。这些个人大户大多具有丰富的实战经验，善于在个股上兴风作浪，有时还善于利用媒体炒作，是一批十分灵活而狡猾的家伙。由于常常以个人身份账户操作，且融资和分赃全在“地下”进行，十分隐蔽，难以监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





督。证监会曾有一份调查揭示，长春长铃(600890)违规使用资金，2000年在未经董事会讨论通过的情况下，将5000万元以委托理财的名义给个人买卖股票。从中不难发现，这些个人大户即便自己实力不强，但如果有上市公司后台“资助”，完全有实力操纵个股的涨跌。倘若与相关上市公司内外联手，消息配合，炒起来怎能不得心应手？！

其次，一些有实力的投资公司、咨询公司和私营背景的大企业，通过各种方式集结大量的资金在股市里运作，其中一些“心黑手狠”者藐视法规，恶意操纵股价，给中小投资者带来巨大损失。这类“黑庄”时常是数家企业资金的联合操作，资金额非常大，因此经常会选择一个板块或题材来炒作，常常对整个大盘产生一定影响。而且，以企业的身份介入市场炒作，通常会以某种方式与上市公司取得联系，有时还假戏真做地注入一些所谓的“优质资产”，或是搞些真假难辨的收购、举牌等等，给市场制造一些“撩人心扉”的题材。此类“庄家”的能量比第一种大很多，他们常常还会从券商和银行那里通过抵押或其他手段融得巨额资金。据2001年公布的一次央行查处，沈阳的四家金融机构就曾擅自放宽条件，致使5.1亿元贴现资金违规流入股市。

对于二级市场操作，如果说券商从不染指，恐怕没人信。但随着市场的规范，券商受到的监管相对较严，因此也是市场中相对“本分”的一族。但面对其他机构的大把“捞钱”，怎能不动心呢？于是，借助券商良好的信誉，替其他企业特别是上市公司进行委托理财便一度成了时尚。踏踏实实地委托理财也算不得“黑庄”，可就是有人按捺不住，违规操作。一位在券商工作的资深人士公开表示：“不是我们想违规，是这个市场不违规就赚不到钱啊！”另一位曾做投行业务的券商人员也对笔者讲述了一些券商在承销业务中的违规手法，但最后解释道，“配股价这么高，我们干吗冒这么大风险包销？不就指着把上市公司的配股资金再拿回来到二级市场上捞一把吗？”从这些方面可以看到，庄家的违规行为大多是与上市公司相关联的，说白了就是各种形式创新下的“勾结”。

股市的高速扩容，使得上市公司这个群体成为国内最有钱的企业。圈到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了大笔资金干什么用呢？辽河油田2000年未经董事会决议，更未报股东大会批准，就将10.5亿元的资金贷给了中油财务有限责任公司，这一额度已占到公司净资产的49%。三九医药更是有过之而无不及，2001年8月，证监会披露说，三九医药的母公司和关联方占用上市公司的资金竟然达到上市公司净资产的96%。这些巨额资金流到财务公司和母公司那里后又干什么用了呢？这就很难追查了，但不妨看看另一个案例，或许作为旁观者就会茅塞顿开。

当初因炒作亿安科技而受到处罚的广东四家投资咨询公司几乎全是空壳公司，据有关媒体调查显示，其中三家的法人代表均与亿安集团的法人代表有关联。如果母公司、控股股东或是资产重组的入驻方，从上市公司那里抽取资金，绕个弯子再回到股市中炒作股票，甚至是自己的股票，这种幕后操作的手法应该算是登峰造极了。如果投资者不明真相地跟风，其最终的命运可想而知。

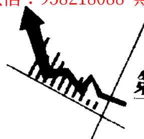
虽说上市公司及其控股股东不都是给"黑庄"提供资金的罪魁，委托理财者也不个个都违规坐庄，但有些现实仍不得不让人反思。据统计，2000年至2001年中期，有约220家上市公司变更了募集资金的投向，其中2000年有98家，而2001年仅上半年就超过120家。哪个上市公司招股和增发时也没有说过要拿股民的钱去委托理财，可仅2001年8月初的统计，刊登的委托理财公告就有88次，其中相当部分是近一年内刚刚实施融资的公司。

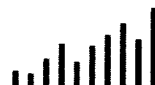
再者，在没有严格做到三公开的情况下，控股股东或母公司与"庄家"串通勾结，岂不更是为所欲为？假如上市公司及大股东都能洁身自好，"黑庄"想必也不会有多少空间可以施展。笔者就曾听到一位操盘手抱怨其控盘的上市公司不合作，最后不得不放弃了炒作的例子。

尽管，有人把股市中的庄家分为"善庄"和"恶庄"，但这应该只是操作手法上的区别，只要违规操作，不敢公开地赚取阳光下的利润，这样的主力从法律上讲就是"黑庄"。从上述几种滋生"黑庄"的机理来看，上市公司圈来的大笔资金是"资助"庄家的重要渠道之一。

据公开数据统计，2000年上市公司委托理财的金额超过60亿元，但实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资金远比这更大，仅当时辽河油田和联通国脉两家公司未披露的委托资金就达15.8亿元。投资者把钱给了上市公司，上市公司却进行参股券商和委托理财，相当部分的资金又回到股市里，这一过程被“黑庄”利用，他们拿着实际上属于股民的钱，再来到二级市场中赚股民的钱，认识到这种现象的存在后，您还准备继续在股市里进行所谓的投资吗?

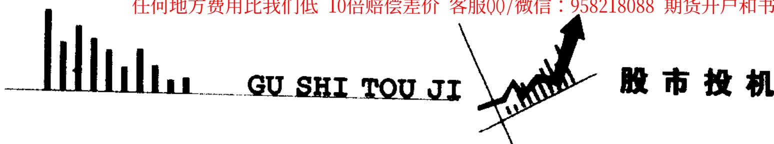
有关专家为整治“黑庄”支过不少招儿，但也有人会说“水至清则无鱼”。事实上，“一潭浑水”的市场环境最终会严重阻碍基金、券商和各类机构投资者的规范经营。从长远看，水必须越来越清，但在这个过程中，投资者对于自己投资的对象应该清醒地认识到，您投资(或投机)的是上市公司未来业绩，还是在股票的波动中渔利，还是与“黑庄”共舞。如果您就是一个跟庄爱好者，那么让庄家骗走了您的“银子”，又有什么理由抱怨呢，您的行为原本不就是虎口拔牙吗?

“一股独大”两面看

某些上市公司的“胡作非为”，其深层次的原因自然与监管和公司治理有关。公司的股东结构对企业发展的影响是长期投资者必须关注的方面。

英美国家的公司治理结构主要是靠外部监督为主，也就是注重对企业经营权的外部间接控制。在英美，股东可以通过自己在证券市场上的交易活动来间接控制和监督企业经营者，而经理们可以在很大程度上按自己的意志运作企业。也就是说，股东们更多靠“用脚投票”的方式来表达意见，通过股价下跌，导致恶意收购或接管机制发挥作用，迫使公司经营者要么改善经营业绩，要么等公司被恶意收购后“卷铺盖回家”。英美的股票市场就是通过这样一个机制发挥股东控制权的。尽管听起来有些“狠”，但这种外部监控制度在英美国家的市场中发挥着积极的作用。值得注意的是，这种英美式的治理结构中，要让外部力量能够发挥作用，就要求证券市场具有高效的收购兼并途径。而我们的市场中，50%的股权都不能流通而且还集中在少数大股东手里，那么即使是在美国，外部监督机制也不可能发挥作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



英美式公司治理结构发挥良好作用的另一个前提条件就是公司信息的公开。在英美证券市场中特别强调信息公开，尤其要求会计信息应充分、及时、真实地披露，为此还搞了个所谓的“蓝天法案”(Blue Sky Act)，来禁止利用内幕消息进行交易的行为。但我国股市由于整个市场的实践时间相对很短，有种种原因使我们不能很快地照搬照抄成熟市场的监管方法和方式，因此，整个证券市场处在效率不高的混沌阶段。这种情况下，分析公司治理结构的稳定性既有困难的一面又有相对重要的意义。

在公司治理结构上，一个曾很流行的词汇就是“一股独大”。2001年，在上市公司丑闻不断揭露的时期，“一股独大”几乎被看成了上市公司一切罪恶的根源，这无疑有些片面。其实，任何一种治理结构都优劣共存。英美企业外部融资来源比例高，如美国通用汽车公司5个最大的投资者仅拥有该公司9%的股份，而在德国与日本则不同，如德国奔驰汽车公司5个最大的股东拥有该公司68%的股份。① 我国的情况似乎更像德国和日本，内部股东具有更大的影响力。

过去，“一股独大”曾经让一些股东付出过惨重的代价，但“无股独大”也未必是一件好事。查询一下申华实业(600653)等“三无”② 概念股的发展历程也可以理解没有大股东依靠所造成的动荡对公司的负面影响同样是令人遗憾的。

一个理想的公司治理结构(或称企业所有权具体安排)，应当既让经营者享有充分的经营自主权(甚至包括一定的剩余价值控制权)，又要保证经营者为股东利益着想，同时，还要有“能者上，庸者下”的机制。试想，一个不称职的CEO推荐更能干的人才上岗，而自己主动退下来后，如果能比死赖着不走而获得更多利益，那他就不会妨碍公司的良性发展，因为他的下课和自己及公司利益的方向是一致的。这或许就是比较理想的治理结构。

各国公司治理结构的创新是与各国金融体系变革分不开的，在我国甚至还牵扯到整个经济改革和政治体制改革的进程。这也正是股市分析中博大精

① 根据1995年资料。

② 通常指无国家股、无法人股、无未上市职工股的股票，即全流通的股票。一般也无海外上市股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深的一面。例如，美国的格拉斯—斯蒂哥尔法(Glass-Steagall Act)将商业银行业务与投资银行业务分离开来，从而禁止了商业银行持有非银行企业的股份(但银行的信托部可以持有企业一定比例的股份)，而我国的银证分业政策使得银行和上市公司之间只能是债权和债务关系。即便是在实施债转股的历史阶段，也大多是通过资产管理公司来发挥股东作用。同样值得关注的是，2003年国资委的成立，标志着国有企业改革进入一个新阶段，国有股东对上市公司的操控方式正在发生着重大变化，这种变化会影响国有大型上市公司未来几十年的战略方向。

总之，何种公司治理结构在何种公司中发挥着很好作用，并能保证股东投资的安全性和稳定增值，是长期机构投资者不可忽视的问题，而短线投机者大可不必在这上面操太多心思。



36 计走为上

股市期待风调雨顺

投资股票自然要关心股票所代表的公司，而公司的成长轨迹又与行业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展和整个国家的宏观经济有不可分割的联系。对于“炒”股的人来说，行业背景、宏观环境的变化是相对缓慢的，这些因素对投资者的影响就好比股票的远亲：平日里不来往，自然没什么关系，但倘若哪天突然登门拜访，再住上10天半个月，就完全有可能彻底改变您原有的生活和很多计划。所以，想要长期稳定地在股市里耕耘，还要学会“看天气”，只有风调雨顺的年景，才会有更多轻松的收获。有时间回顾一下，1998年的“洪水”和2003年的“非典”以及美国的“9·11”事件，就会对“风调雨顺”有更多期盼。

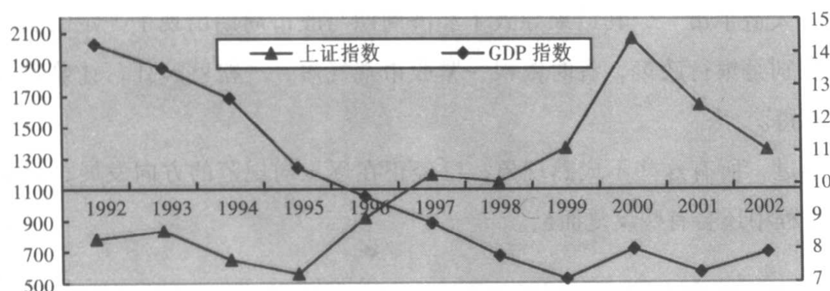
正如上述所言，环境对股票的影响是间接的，但同时也是多方面的，经济周期的起伏，不仅会影响上市公司的业绩，还会导致银行利率的变动和投资者的心理预期，同时利率的涨跌又会导致资金进出股市，这些因素综合起来就会对股市和个股产生巨大影响。

理论上讲，股市的内在周期取决于经济周期。由于预期的作用，股票价格对经济波动存在着提前反映，因此股票价格经常被视为一种先行指标，股市周期也因此而超前于经济周期。但这些都是理论，有学者对美国经济实证的分析结果表明，在经济周期和股市周期之间并不存在着严格的一一对应的关系，背离的情形经常发生。而且股市周期通常比经济周期持续的时间要短，股票市场的牛市与熊市持续时间之比大致为3:1，而经济周期的扩张阶段与收缩阶段持续时间之比接近5:1。

国内也有专业人士研究①发现，如果按GDP增长与通货膨胀率两个主要的宏观情景指标来对我国经济周期进行细分，并与相应时间段的股指变化结合起来考察，就会看到，1992年以来的经济周期与股市联系并不明显，在每一个大的经济周期阶段，股市都有一次大幅度的上涨行情和下跌行情，甚至从表面看完全是向背的走势(如下图)。但通过阶段的细分也发现，1992年以来，股市的每一次大涨和大跌，与GDP增长变化和物价水平变化以及由此而引致的政策变化还是有一定联系的。

① 参考长江证券有限责任公司黄斌的《宏观情景、公司信息与股价决定》一文，2002年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

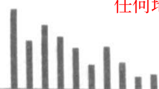
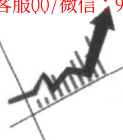


尽管，直接左右股价走势的是资金，但资金成本、公司业绩和投资者信心决定着资金的往来，而资金成本、公司业绩和投资者信心又同时受到宏观经济影响。但是需要注意的是，宏观经济如何在实际中作用股市的问题，切不可照本宣科。美国股票投资大师保罗·麦肯说，“做股票要看利率的脸色行事”，这话不假，我国央行 1996－1997 年的连续降息，股市也相应呈现出了逐浪上行的大牛市。但同样来自国外的“晴雨表”之类的说法，在我们早期的深沪里，只能算是幼儿园普及知识的儿歌，直接套用到股市投资中，早晚是头破血流的结果。所以说，基于长线投资的实战分析，必须结合本国的经济结构和金融体系，各个国家、各个发展阶段，经济结构和政府调控体系都是有差异的，脱离实际的简单分析，其结果没有任何意义。

就拿我国前 10 年的股市而言，区区几千亿市值的市场不可能与十几万亿的国民经济紧密相连。更重要的是，这个阶段的我国经济处在所谓的“转轨期”，即计划经济的影响力还在，而市场经济的力量又不强，相关的金融体系改革相对滞后，导致相当数量的资金，既不受计划经济的指令控制，又没有市场经济的规则约束，处于严重放任状态，外加监管者经验不足，市场难免成为大资金的赌场。一度竟然出现 6000 亿元的资金同时参加新股申购，才暴露出金融监管的巨大空白。

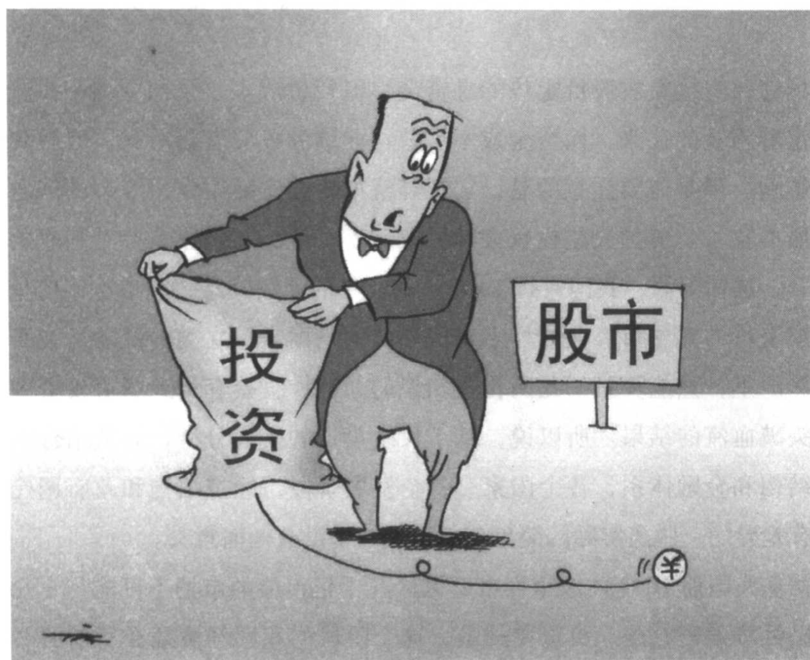
此外，在专业的机构投资者没有形成气候之前，我国股市投资的资金中，相当部分分流自实业投资。事实上，实业投资和证券投资之间存在着某种连通的暗道。当经济升温时，股市里的资金就会流向实业，股市反而出现失血；当经济萧条时，这些资金就会到股市里来寻找机会，造成脱离经济景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气的“人造牛市”，其结果导致了经济周期与股市周期出现了一定的反向走势。特别是银行政策，有时银根一紧股市就气短，一松就疯狂，让监管者也哭笑不得。

不过，所有这些不成熟现象，已经正在逐步向规范的方向发展，只是在这个进程中还会有些反复而已。



一年到头

十八般兵器都试试

在深沪股市中，除了股票外，还有或者将来会有更多与股票相关的投资品种。例如 2002 年开始流行的可转债，以及未来可能推出的指数期货、期权等等。这其中，一些“虚头八脑”的东西被专业人士称为金融衍生品，说通俗了就是，搞金融的人专门设计出来给职业投资者们玩的东西。如果您是一个职业投资者或者立志当一个职业玩家，那么了解投资品种的属性、特征是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必修课。

研究金融衍生品是比较职业的活儿，需要一些相对专业化的知识，这些所谓专业知识，是搞金融的人特意捏造出来的，类似职业游戏玩家嘴边常蹦出来的“酷词儿”，您越是不懂，他越高兴，否则怎么体现出职业玩家的高深呢？本书主要是以股票投资为主，只在后面的部分做一些相关介绍，这里不作深入的讨论了。但随着市场投资品种的开发和证券投资的专业化，各类投资品种犹如职业投资者的十八般兵器，除了有一两样“绝活儿”外，最好还是样样都能操练一把，有机会的时候也能上场耍两下。

中介机构无处不在

中介机构是市场的润滑剂，对投资的影响不是直接的，对于专业投资者而言，直接影响就更小，但中介机构在整个市场中的作用却无处不在。因此，通过观察、理解中介机构的行为以及其对市场的影响方式，对研究投资有不少帮助。

券商的轮回

券商当属于投资者关系最密切的中介机构，这里的中介作用主要是指券商的经纪业务，也就是投资者的交易必须通过券商进行投资的服务方式，而其自营业务本属于“第二职业”。但在相当长的一段时间里，券商在自营上的关注程度远远超过了其他业务，这使得券商在股市上的作用大大超出了其他中介机构。

在深沪股市的头几年中，我国券商凭借着经营牌照的垄断收入，经纪业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的利润就足以养活整个行业。由于有经纪业务的丰厚利润作底，在自营业务上就更有底气了，给人们的印象是敢做敢为，大刀阔斧。这期间，市场上也少有上规模的机构投资者，于是，券商的自营资金常常成为市场中最活跃的主力，可谓驰骋疆场无敌手。大部分个人投资者视券商的一举一动为风向标，在券商自营部门工作的"所谓"操盘手也常被视为庄家的"化身"。这个阶段，券商的主要业务几乎就是开营业部，开一个"发"一个。所以只要圈起一个营业部，就等于挖到了一个金矿，不仅佣金滚滚而来，而且还送来一批可以让自营资金"宰割的羔羊"。

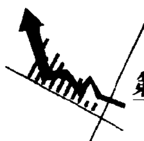
我国券商最先涉足的主营业务无疑是自营和代理。由于市场的逐步成熟和规范，市场规模的不断扩大，投资者队伍的多元化和日趋成熟，以及券商自身对市场风险认识的逐步提高，自营业务的重要地位总体上呈现逐步下降的趋势。特别是在 1995 年"327"国债事件①和巴林银行倒闭②后，券商老总们对自营业务的态度日趋谨慎。到 1999 年前后，券商行业得到了蓬勃发展，全国大大小小的证券经营机构已经超过 320 家，营业部约 2600 家，遍布全国。券商队伍日益庞大的同时，经纪业务也面临着前所未有的激烈竞争，利润率逐年下降。于是，我国券商的业务重点出现了新的方向，从以证券代理和自营业务为重点的二级市场，逐步深入到以新股、配股承销业务为主的一级市场，以及协助企业进行资本运作和资产重组的投资银行业务。这种从单纯的证券业务向复杂的投资银行业务中开拓的演变，表面上看是券商自己的业务发展，而事实上，其对应的二级市场表现，则是连续三年多的资产重组题材炒作热。

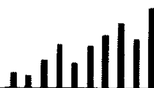
从更全局看，当时推动企业的兼并和资产重组浪潮的是国家经济政策。

① "327 国债事件"是我国期货市场和券商发展历史上的重大事件，关于详细经过可参阅其他资料，如"327 国债期货事件"一文，网址链接为 http://www.shlawpage.com/reader/reader/html/zqsc/html/00100/19960001.htm "探望狱中管金生"一文，网址链接为 http://www.futures-stock.net/new_page_489.htm。

② "巴林银行倒闭"是金融机构监管风险方面的经典事件，详细资料可参阅《我是如何弄跨巴林银行的——尼克李森自传》一书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





特别是十五大之后，政府提出了“用三年左右的时间使大多数国有大中型企业走出困境”的目标，而在实现这一目标的道路上需要有一系列的资本运作和金融活动。其中包括盘活国有资产存量，优化增量配置，发展直接融资，为居民提供多种投资渠道，通过改组上市调整企业的资本结构和运营机制，实施企业的兼并收购、破产清偿和债务重组等等，这些工作哪一项都需要投资银行的服务。而券商的自营资金在二级市场中自然也是占尽了近水楼台的便利。

一级市场的承销业务作为投资银行业务的一种传统形式，其内在的知识和技术含量并不高，参与者越多，生意就越来越难做。同样，经纪业务更是缺乏技术含量。从早年的托人开户，到开户送礼，就是最好的见证。券商的增多使得代理市场业务的竞争也越演越烈，券商的代理服务已由卖方市场变成买方市场。为争夺客户资源，很多营业部对大中户实施佣金打折，并对经纪人大幅度让利。同时为吸引客户，营业部纷纷投资改善软硬件服务设施，努力推出特色服务。这些均在一定程度上提高了券商的成本，降低了代理业务的利润率。到 2002 年正式放开佣金比率后，券商经纪业务的收入直线下降，出现全行业亏损。[①] 而此前，曾经占收入近三分之一的保证金利差，也由于受到有关金融政策的影响已经趋于无利可图。因此，在这些传统业务受到冲击的压力下，券商们不得不开始“铤而走险”。1999 年的“5·19”行情中，部分券商初尝了委托理财的甜头，此后代客理财逐渐成为券商新的利润增长点。仅 2001 年上市公司年报披露的委托理财协议就不下几十家，业内当时的估计是，以证券公司名义从事的委托理财业务的规模约为 500 亿元左右，其中受托资产规模最大的券商披露的数字超过了 110 亿元，而中等规模的都在 40 亿元左右，[②] 远远超出了券商的自营规模，甚至超出了自身的注册

① 2002 年，券商股票市场承销业务总量为 778.4 亿元，较 2001 年缩水三成；2002 年，券商综合业务量仅为 231.06 亿元，较 2001 年减少 34.15%，流失 121.87 亿元。出处为 http：//economy.enorth.com.cn/system/2003/01/16/000492395.shtml

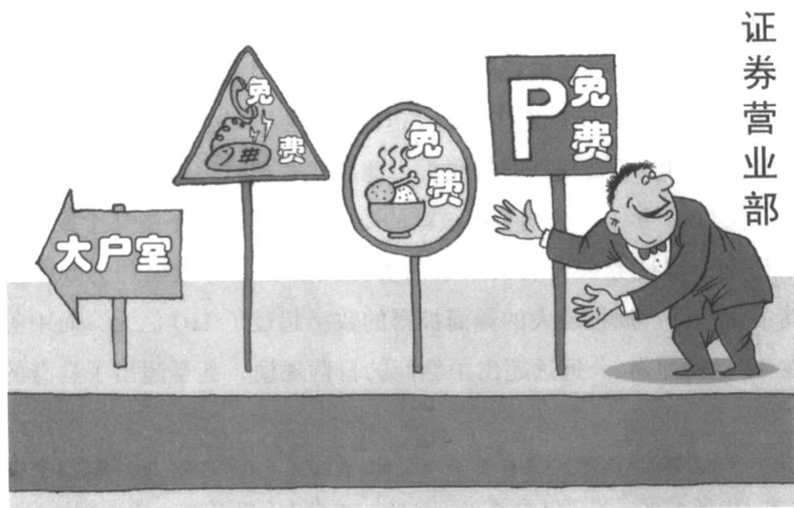
② 数据来源“中国股市遭遇严冬委托理财券商进退两难”一文，网址链接为 http：//www.e521.com/yjdt/zhengquan/0116095233.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本。

当时的委托理财协议中大多有保底承诺条款，这一条款所暗藏的巨大风险在2001年下半年开始的熊市中暴露出来，几乎给大比例受托理财的券商带来了致命的打击，导致南方个别的券商落到了破产边缘。然而值得分析的现象是，这期间，上市公司大股东名单中有券商的个股，其走势与券商委托理财业务的兴衰几乎是完全同步。

回顾券商的发展，我们不难发现，券商的几起几伏与市场的热点转换存在相关性。在一段时间的沉寂之后，市场或政策方面的变化会产生新业务的发展机会，随着资金的跟进，新业务大规模开展，而发展到一定阶段后，发展业务的环境消失或资金链条的大面积断裂，于是就陷入危机，并导入一段休养生息期，等到下一轮增资扩股后，新一轮拓展业务的浪潮又会掀起。而每一轮业务的生命周期中，券商红红火火的新业务都会在二级市场中以某种方式得到相应的体现。这个轮回，现在是不是还在进行着呢？



贵宾有请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股评人士的遗憾

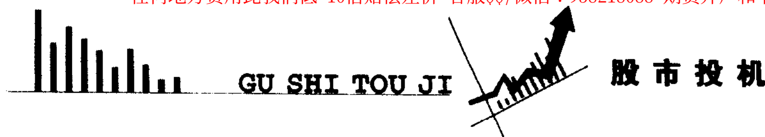
1999年4月25日，在全国11个考点，近万名“准股评人士”参加了我国有史以来的第一届证券投资咨询从业人员资格考试。从此，深沪股市的股评家们开始执证上岗。

证券投资咨询作为一种职业发展，虽然年头不长，但股评人士这一股市中难以缺少的角色，几乎是与证券市场同步发展起来的。回首走过的脚印，一代又一代的股评人，在证券市场的大浪淘沙中前仆后继，很多曾经名噪市场的股评人，没两三年后便大多弃笔从“他”了。在股市这个大舞台上指点江山的股评人，常常是换了一拨又一拨。曾经被称为国内股评第一人的古思平(笔名)先生，1989年就在媒体上开设了“中国股市”的专栏，但1994年以后入市的投资者还能常看到其文章的人已寥寥无几。股评人士这一行总是“长江后浪推前浪”，一不留神就会成为“历史人物”。另一方面，即便是小心谨慎、兢兢业业，但自己的知识和思路是否总能跟得上股市的节拍，自己的风格是否总能迎合股民们的口味，自己的体力和精力是否能应付随着名气一同增长的麻烦，这些都是股评人士所面临的挑战。在这方面，“股评家”多少与流行乐歌坛的偶像明星们有相似之处。

作为股评人士，如果说单单是因新人辈出而最终被迫下岗，倒也不该有太多委屈。最让人遗憾的是，股评是一个注定以“失败”告终的职业，这是由于其本身的职业特性所决定的。不少股评人士在出道之初，可谓神机妙算，由于名不见经传，不会引起世人的广泛注意，因而也就不会引起市场的反馈效应。日渐出名后，跟风、效仿者逐渐增多，股评人士预测涨到20元，信奉者就有人从18元便开始出逃，特别是当有庄家或机构开始关注并利用其股评的时候，股评人士的预测就越来越难以准确了，这也就意味着股评人士的职业生涯已经走到了顶峰。

从理论上讲，作为股评人士，如果预测得准确，其结果知道的人越少就越有保障。但这似乎是与咨询业本身的目的相悖，同时也是与越准确就会越出名的实际规律相悖。正是这一基本矛盾，决定了股评人士在努力接近真理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的同时，也就落入了谬误的陷阱。

选择股评这个职业，是需要一些勇气和献身精神的。如果真正走上了这条艰辛的路，那么最好在做足股市功课的同时，对难有“好下场”的结局也做好充分的思想准备。见好就收，及时退出江湖，不失为“股评家”的明智选择。

投资者想要在股海里遨游，自然需要多练一些基本功。除了应该掌握技术分析、公司财务分析等技巧和知识外，如何阅读各色的股市评论和分析文章也是其一。

新股民入市，缺少经验，不免跟着股评走；老股民吃过堑，长了智，学会了躲着股评走；大机构则善于挖掘和利用舆论的作用，喜欢牵着股评走。可见，不同层次的投资者对股市评论的理解和态度是完全不同的。学会阅读有关的评论和分析文章，将会使投资者开阔眼界，使投资水平更上一层楼。同样，利用好股评和舆论也是机构投资者操作艺术性的一种体现。

广泛意义上讲，股市有很多直接和间接的参与者，包括决策者、监管者、交易所、券商、媒体、股民等等。相比之下，组成股市评论的这一部分是最愿意“袒露胸怀”的，是透明度最高的，是最容易为各方面所了解和熟知的。从这个角度讲，**股市评论的真正意义是对市场各方面参与者的观点和意见的一种综合反映，而所谓的投资指导意义则是位居其次的。**

但是，这种综合的反映往往综合得并不很好，甚至很难说是十分客观的反映。这其中的原因很多。首先，股评是市场的一个组成部分，它的发展成熟是与整个市场的成熟密不可分的，与各方面参与者的成熟密切相关。因此，需要用发展的眼光，辩证地看待和要求股市评论。

试想，深沪股市刚建立的时候，参与者们的股龄大多不过四五年，说出来的话难免有几分幼稚，甚至荒诞，又怎么能要求股评家们超凡脱俗呢？其次，股市评论对投资决策有普遍的影响，对市场有不小的反馈作用。这种作用在行情的发展阶段常常起到推波助澜的作用，而到行情的转折阶段则被作为反向操作的依据。此外，尽管绝大多数的评论分析者均能以诚信为本，但是股市投资本身就是个“仁者见仁，智者见智”的地方，包含很多的主观成分，更何况有些言论还出于角色的需要，不得不说，不得不写。

投资者最好把股市评论理解成为股市整体的一个部分，放在市场的角度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去审读，从文章中学会分析的方法，从评论中把握观察的角度。特别是对于那些从事长线投资的股民来讲，阅读财经证券类报纸上的高水准股评，很可能会比从股价的涨涨跌跌里学会许多更有价值的东西。

总之，投资者应该学会通过股市评论(包括各种官员、学者对股市的评论)去揣摩市场各方面参与者的观点，特别是揣摩那些习惯于或是不得不保持“沉默”的参与者的想法和思路，努力从中获取更多的信息，扩大自身的视野，提高分析的全面性和准确性。

对于股评人士,还有一个敏感的话题,就是“自营”。股评家的自营,与券商比起来应该算是小巫见大巫了,但也不乏一些超常规的案例。具体的例子不便于指名道姓,但看看那些点股成金的股评大师们的相关报道,就会明白其中的奥妙。当然,股评家如果不做股票,他对股市的认知水平和实践经验就值得怀疑,可是如果他做股票,那么自己与客户之间的利益平衡自然就难免会出现一些矛盾,发展到一定程度就会成为损人利己的专业户。所以,在整个分析师行业规范管理的体系真正建立起来之前,投资者自己要管理好与股评人士之间的距离和关系。

笔者有幸与一些著名的股评人士有过不少私下的接触，可以肯定地告诉大家，他们都是凡人不是仙，对股评家的迷信是千万要不得的。投资者对股评家的崇拜，多少有些类似追星族的少男少女，对于明星梦的追逐和对明星个人的崇拜是两回事，千万别把个人头上的光环太当回事儿。

听听会计师的心里话

一到年报披露的季节，上市公司、投资者和证券媒体大多要忙碌一番。除此之外，另一个容易被忽视，但同样也十分繁忙的角色就是为企业做评估和审计的注册会计师们。

在证券市场这个大舞台上，上市公司、投资者、券商和监管机构通常吸引着观众的大部分视线,而作为相对幕后的审计会计师,则较少受到关注。事实上,会计师的作用是对上市公司的实际情况给出一个客观、公允的评判，这是考查和筛选上市公司的重要依据。不论个人还是机构投资者,都不太容易仅从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报表上判断出企业的真实财务状况，更无法确知年报的水分到底有多大，因此会计师的客观、公正是整个市场公平、公开、公正的重要基石。从这个意义上可以说，会计师应该是政府监管部门的“耳目”，更应是广大投资者的“保护神”。

但是，股市的发展初期，会计师的作用通常得不到正常发挥。恶性的虚假报表案件接二连三。在“琼民源”、“红光实业”这些让人惊诧、愤慨的重大事件之外，还有为数不少的潜在问题更让人们寝食难安。在年报还未公布之时，常常可听到一些业内人士私下说：“某某公司准备把年报业绩做成如何如何。”在他们看来，公司的年报业绩只不过是上市公司和会计师们笔下的几个数字，想多少就多少。于是人们开始怀疑，会计师到底是投资者的保护神呢，还是专门与不法公司串通一气的骗子。

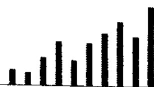
上市公司的报表水分过大、虚假报表现象过多，会计师作为独立于企业之外的中介机构自然有难以推卸的责任，但在具体案件中的原因也是多种多样的。据业内人士总结，在重大虚假报表中，真正因专业技术分歧和理解差异所造成的案例，毕竟是少数，更多的是来自方方面面的压力所至。

首先是执业环境不佳。会计师行业的系统管理低效和行业内部的无序竞争，给那些希望保持独立公正的会计师带来了难以抗拒的压力。其次，多数情况下会计师需要直接面对来自客户的压力。个别国有企业，资产质量明显不合格，当企业面临严峻形势，急需上市或配股筹资来解决这些多年遗留问题的时候，“拉一把、扶一把”的恳求式命令让会计师们进退两难。此外，作为上述情况的延伸，一些地方政府出于政绩或是地方利益考虑，对审计工作横加干涉，更让会计师们不敢“抗旨不遵”。当然，会计师行业在结构调整中必然走向规范发展，并最终向达到独立公正、符合国际规范的标准，只是还有多长的路要走，说不好，也不好说。

1999 年初，一位资深 CPA(注册会计师)曾告诉笔者说，“如果再有一两个类似‘琼民源’和‘红光’之类的事件发生，那么以后再拿出会计师名片的时候，我自己都会汗颜。”不幸言中，在此后不到 3 年的时间里，银广夏、麦科特等一连串让人瞠目的事件接踵而至，甚至连世界公认的五大国际事务所也频曝丑闻，人们警醒后苦思：CPA 们到底怎么了？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





其实，会计师们也是“经济人”。业内一些学者的观点是，代理经营下股东出资交经理人经营企业后，两者利益并不一致，由于信息不对称，股东无法及时监督，于是就想出各种“招儿”来约束和监督经理。而会计师的审计正是这些“招儿”中的一个。随着证券市场的发展和众多公司上市，不论是企业股东、潜在收购者还是证券监管机构，都需要以审计报告作为决策依据，于是上市公司的强制审计制度被普遍采用，审计这一中介角色在现代公司治理结构中也成了越来越重要的部分。不难理解，审计工作应该是股东出资，审计师提供核查服务，结论由社会共享。

然而，现代企业制度中的公司治理结构不断复杂化，代理链条变宽变长，董事会和经理层角色日益混杂，最终导致审计业务的要求方和核查方逐渐趋于统一。原本是广大股东们审核经理层，而现在变成了董事会花钱审核自己。

有句老话曰：“食君之禄，分君之忧”。从审计对象错位上不难看出，审计本身在做的工作却是“食君之禄，添君之忧”。这无疑使审计工作陷入了一种两难的尴尬。

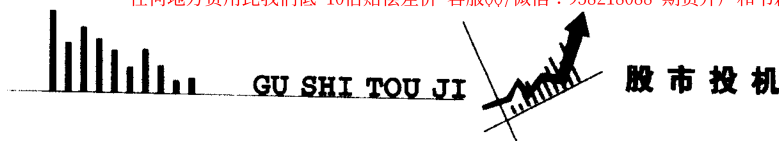
类似，监事会作为专职约束董事会的机构，其监督作用微乎其微，其根本原因也是监事会的人选和报酬确定均由其被监督对象来决定。2001 年，深交所研究人员在一份报告中揭示，我国上市公司中 52.9% 的监事会没有检查过公司财务，94.11% 的监事会没有明示过董事会的违规行为。如果人们对监事会形同虚设可以理解的话，注册会计师难尽职责的根源不也就是秃子头上的虱子吗？一位会计师对此感慨道：“我们会计不过是比别人多一点专业知识，作为经济社会的一种职业，我们也是经济人，有什么理由单独要求我们只讲良知，不讲利益呢？”

尽管不都是股市泡沫惹的祸，但整个经济环境的亢奋，对会计师多少会有负面的影响。不论是中天勤[①]还是安达信[②]，违规操作的原动力并非来自注册会计师而是来自银广夏、来自安然，这一点也是公认的。从这个角度讲，经济泡沫膨胀的年代里，上市公司追求一夜暴富的欲望，形成了强大的造假驱动力，这也是推动会计师参与造假的重要根源之一。

① 当时负责银广夏的会计师事务所。

② 当时负责美国安然公司审计并提供财务咨询的国际知名会计师事务所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



早在20世纪30年代的美国，相当数量的上市公司是不审计的，因为股东们觉得审了半天也查不出多大问题，花这钱不值得。在经济大萧条期，企业能安分守己地经营已经让人欣慰了，谈何资产重组、快速扩张。但随着网络技术带来的新经济热潮，泡沫几乎成了企业经营的一种“必需品”，一个上市公司如果没有点泡沫、不搞所谓资本运作，几乎就是落伍。不必追溯2000年的NASDAQ股市，也不必盘点全球创业板上曾经耀眼的明星，仅就1999年前后，深沪股市中的资产重组，在那些股价大起大落的重组背后，又有几个重组报表里没有注册会计师们的“艺术加工”呢？“榜样的力量是无穷的”。在网络经济的神话面前，在亿万身价的财富英雄面前，还有几个企业仍能兢兢业业，又有几个企业家能心如磐石呢？不断烧钱需要不断融资，不断融资就需要亮丽的报表。就这样，注册会计师成了协助公司编织美梦的专家，而美梦破灭后，一个又一个的会计师失足落水。

苍蝇不叮没缝的蛋，要净化市场环境，在消灭苍蝇的同时，更要清除那些“坏蛋”，否则苍蝇总会源源不断。“上市公司源头造假，却要拿我们问罪”，“杀人的不抓，抓卖刀的管什么用？”这些会计师业内的抱怨之词恐怕也不是没有一点道理。

从行业自身发展方面看，注册会计师接二连三地“失足”，在寻求客观根源的同时，自然也有需反省自身的问题。国内现行的会计和审计制度与国际相比，差距已不是天壤之别。相反，整个会计体系与当前经济发展的差距越来越大。现行使用的会计制度是几十年前工业经济时代的产物，主要用于反映工业企业的运营。而新经济下，大量的企业重组都要涉及无形资产，融资业务和金融衍生品的出现使得会计估价变得越来越复杂，即便是专家也很难明确最适当的方法。现行的会计报表在反映新经济企业时已变得很“吃力”。因此，一旦公司有意隐瞒或扭曲，报表与实际情况就会差之千里，而表面上看并不严重抵触现有会计和审计准则。会计业务本身落后于经济发展所产生的矛盾日益显现。

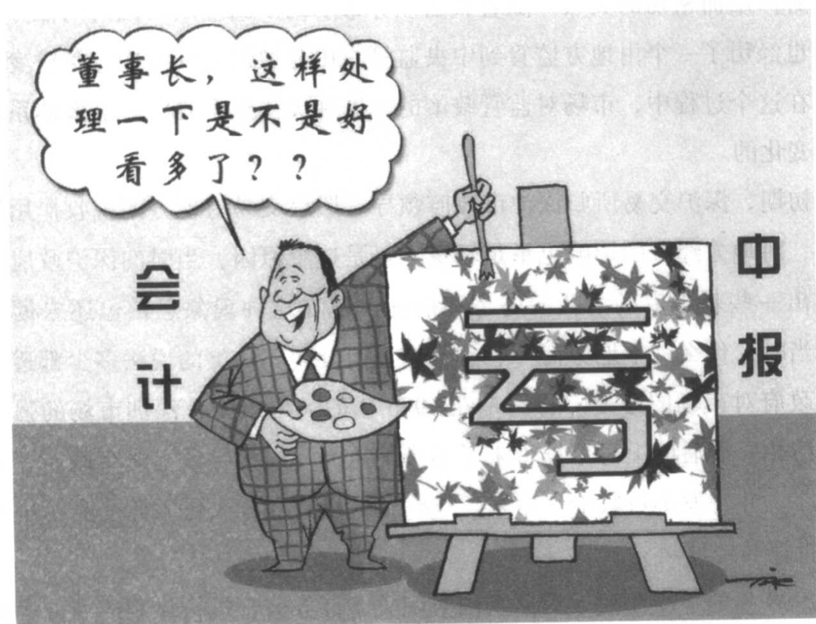
另一个重要方面就是会计师事务所正在大力发展的咨询业务对原有的审计业务产生了重大影响。据资料，环球电讯2000年向安达信支付的审计费为230万美元，但咨询等其他非审计费用却接近1200万美元，安然的情况也类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似。同一家事务所既从事财务审计，也进行咨询服务，这不可避免地存在利益冲突。由于怕得罪这些大客户，事务所面对弄虚作假，自然愿意睁一眼闭一眼，由于顾及巨额的咨询收入，在财务审计方面无疑会“网开一面”。在银广夏事件中一个被忽视的事实是，中天勤在担任银广夏审计业务的同时，也是银广夏的财务顾问。这一点上，它与安达信存在惊人的相似。由此，会计师事务所在审计与咨询业务上搞“分业”经营也必然成为大势所趋。

总之，在这个不断变化的市场中，审计对象在变、市场环境在变、执业内容在变，这些变数使得注册会计师们也必须不停地变化发展，但无论如何变化，他们仍是外部投资者了解上市公司的重要参考。想要了解公司的真实评价，听听会计师们的心里话，准没错！

在股市中，对投资者影响较大的中介结构不只上面的三类，交易所、证券传媒、证券律师等，在市场中的作用也绝不可等闲视之。但是，这些方面的职责比较刚性化，发展变化的周期也更长，因此对投资者认识市场来说，敏感性就相对较小。此外，出于其他一些原因，这里就不再详述了。



妙笔生花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管就这么回事儿



由于众所周知的原因，市场监管者是非常关键的一个方面，但并不适合以白纸黑字的形式进行论述，对于政策市特征显著的深沪股市而言，这一角色又不得不格外关注。

监管体系的血脉亲情

市场监管体系与股票投资方法并无直接联系，但其却与机构投资者的行为有着深层而密切的关联。随着我国证券市场的不断发展，国内的证券监管体制也经历了一个由地方监管到中央监管、由分散监管到集中监管转变的过程。在这个过程中，市场对监管政策的态度和关注点也是随着监管体系的变化而变化的。

初期，深沪交易所归深沪市政府领导。股票交易对地方的税收作用逐年上升，对地方经济的影响也举足轻重。正是这个原因，当时的深沪政府不时会做出一些刺激市场活跃的姿态和措施，现在这种现象恐怕也还未彻底消失。当时，什么“本地券商”、“本地上市公司”之类的说法多少都透露出当地政府对市场的厚爱。特别是在1996年的大牛市中，深圳市场的强劲上升，给相对滞后的上海市场带来了不小的压力。最终导致上海市政府“赤膊上阵”，并一发不可收拾。后来，一些金融机构和个人还因此受到了中央政府的批评和处理。

1998年的下半年底，为落实国务院关于证券监管机构体制改革方案的要求，9月19日至27日，当时的证监会主席周正庆先后前往江苏、上海、安徽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三省市，与当地政府签署了《证券监管机构交接备忘录》。由此，地方证券监管机构逐步移交给中国证监会垂直领导，这是我国证券监管体制的重要变革。周正庆当时指出，对全国证券监管机构实行垂直管理，是党中央、国务院在总结几年来证券监管工作经验教训的基础上做出的正确决策，有利于证券市场的规范发展和统一监管，对于有效防范和化解风险具有重要意义。他特别强调，加强监管的重要任务，就是要不断健全和完善法律法规及各项管理制度，加大对违法违规行为的处罚力度，做到有法可依，有法必依，执法必严，违法必究，努力提高证券市场的规范化运作水平。从此，证监会对市场的操控力度得到了空前的加强。

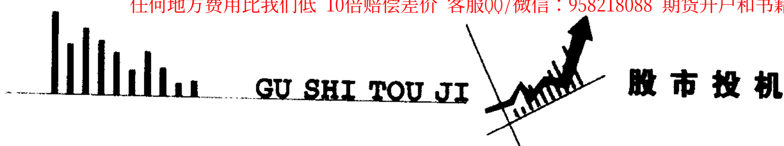
2002 年，我国证券市场的监管体系初步完善。建立了以证监会为领导核心，深沪交易所为一线监管的集权式证券监管体系，并正逐步走向分级化管理模式。由于交易所部分权力的上交，交易印花税的分成中，绝大部分也归到了中央财政，这种情况下，地方政府对当地股市和机构投资者的支持冲动在一定程度上得到冷却，这或许可以作为一个原因来解释后来地方板块概念的逐渐淡化。尽管交易所不好直接插手了，但地方政府对当地券商、当地上市公司的"血脉亲情"是不可能彻底切断的，还会长久在某些方面时隐时现。

运动员与裁判员

看过体育比赛的人都知道裁判员与运动员之间的角色差异，参加过体育比赛的人更知道运动员兼裁判员或裁判员兼运动员的后果。尽管我国也很早举办过各种大型体育比赛，但是，在我国的证券市场中，相当长的时间里，在各个层面上都存在着运动员与裁判员相互兼任的荒诞现象。原因很简单，就是因为**我国证券市场的建立并不是平等交易者在实践需求中建立起来的，这一点要深刻理解并非很简单。**

在 1994 年 - 1999 年期间的市场中，交易者方面，除了券商，多数为个人投资者，而在发行上市企业中，大多数为国有企业。不平等的最突出表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是，同股同权的股份制基本原则被操作成了股权的三六九等，同一个企业的股权被分成了不同流通权利、不同价格、不同市场、不同交易方式、不同股东身份的各类股票。甚至，在一段时间里，股市为国有企业脱困的意义被提到了空前的高度，于是股市也就彻底变了味道，从融资角度看，几乎应该变成一个爱国者募捐场所了。难怪当时有投资者颇为愤慨地质疑："国有资产需要保值增值，俺老百姓自己的资产就不需要保值增值了？！"

股市定位到为国企脱困服务，企业上市标准也就成了橡皮筋。"分拆上市"的概念被广泛采用：一个企业只要能有一块资产符合上市的标准，就可以分拆出来上市。在此理念的推波助澜下，一大批亏损的国企，获得了上市融资的机会。而在公司治理结构十分脆弱的环境中，股份公司从股民手里拿来的财富很快就被大股东吞噬。理解了这个政策背景，自然就可以对未来的市况有所预见："大股东大量占用上市公司资金的案例在全国已出现多起，如前几年的棱光、苏三山、大洋，近来市场反响强烈的猴王、济南轻骑、吉发等。这些公司的共同特点都是大股东(或最终控制方)利用其控股地位，把上市公司作为圈钱工具，从而获取大量资金。"①

1999年下半年，政策方面重开了国有资金合法进入股市的大门，2000年超常规发展机构投资者取得成效。在上市公司造假所侵害的对象扩大到众多的国有成分机构投资者时，"保护投资者利益"便顺理成章地成为监管部门的"重中之重"。

其实，运动员与裁判员角色的分离是一个基本常识，但基于我国经济(包括行政体制)走过的特殊道路，这个荒诞现象的出现也就变得合理了。对于此类出自社会深层问题的股市政策，一旦出现变化，其对市场的影响也是里程碑性质的。

这里列举一些值得职业投资者们特别关注的政策性问题。例如，我国券商改制会否向股权的真正多元化迈进，或者说券商的执业牌照放开后的影响是怎样的。又如，我国的交易所名义上是会员制的，但尽管众多会员要求降

① 据新华社2001年8月27日发布的新华社记者张旭东的文章"上市公司不是'提款机'"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低席位费，但未必就能有结果。而美国NASDAQ，香港联交所，其本身都是公司，甚至本身就是上市公司，这其中就有利益冲突的问题。如果交易所本身成了上市公司，为了自身的利益和业绩，难免有鼓励企业上市、刺激市场活跃的倾向。再如，从审批制度到核准制度再到保荐人制度，对上市公司的质量、上市过程、上市定价和上市后的行情都会有根本性的影响。参加有中国特色股市竞技的投资者，不仅要研究竞赛的对手，更要揣摩裁判员的性格特征，甚至包括其举首投足，提前做到心领神会是有现实意义的。



操控有方

特殊的“庄家”

1998年的股市有很多值得回忆的事情。10月底的一天香港休市，而恒生指数的位置停在了9927点的高度，离万点大关已只有一步之遥。可两个月前，香港股市在7000点附近上演的多空大搏击，成为当时市场中最令人心潮澎湃的一幕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

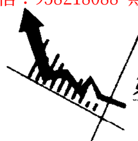
当时，香港特区政府为了保持港元汇率的稳定和整个香港的金融秩序，动用外汇基金大举介入股票和期货市场，与国际炒家展开了规模空前的狙击战。8 月 28 日是恒生指数的结算日，更是多空双方大决战的日期。当日，港股成交创出 790 亿港元的天量，平均每分钟的交易额超过 3 亿港元，多空搏杀达到了前所未有的惨烈，让世人为之惊叹。最后，恒指以 7829 点报收，大盘较港府入市前上扬了近 18%，给某些金融大鳄们为代表的国际游资以重重的一击。两个月后，恒指又上扬了近 30%，重回万点高峰。如果当时能够以坚定的信心紧跟港府入市的投资者，短短两个月的时间就平均至少有三成的收益了。只可惜，很多中小投资者缺乏对港府这种特殊“庄家”的认识，因而也就缺少信心和勇气，白白失去了大好的“跟庄”机会。

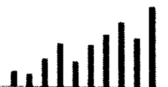
投资者在浩瀚的股市里拼搏，难免因势单力薄而常常不幸地成为他人案板上的“鱼肉”。于是，散民们总结出一条实战经验，就是“跟庄”。所谓“跟庄”，就是跟随有实力的机构大户，抱紧庄家的粗腿，在股价的起伏中分得一杯羹吃。虽然这种招数解释起来有些低三下四，但倘若真的实惠多多，心里自然欢喜多多。

可是，市场里的庄家并不是一个个菩萨心肠的慈善机构，相反，其中不少庄家利欲熏心、心黑手狠。股民与这些恶庄为伍，无异于虎口夺食，一不小心就会成为庄家的“盘中餐”。然而，像港府这样的特殊庄家，不仅实力绝对雄厚，非一般庄家所能比拟，而且不以赚钱为主要目的，是最值得中小散户留意的“善庄”。事实上，哪个股市里都存在这类不以赢利为主要目的的“善庄”行为，只是此类庄大都轻易不坐，只在该出手时才出手。与一般机构相比，政府坐庄不仅具备绝对的资金和信息优势，而且还具备其他庄家所无法具备的特殊优势，特别是在舆论和市场监管政策方面。例如在港股狙击战中，香港金管局在公开宣战后很快修订出台了一些限制外资做空的规则，使与之对抗的做空游资明显落到了被动地位。

总结这类特殊庄家的行为可以发现一些共同点。第一是出击的时机不一般。市场在出现异常的情况或是在涉及市场秩序的关键时刻，才会挺身而出。通常的市场起伏，不会引起什么动作。第二，一旦出击则义无反顾。庄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





家越大，资金越大，目标也就越大，进出市场均不易。而且，政府出面，不仅关系到整个市场的稳定，还涉及到声誉和形象，所以通常是不达目的不罢休。第三，在大量资金投放市场的同时，决不会遗漏舆论的助威和威慑。要么以舆论为先导，要么在突然袭击后，舆论攻势再铺天盖地。第四，在相关政策和法规等方面也会同步出台一些配套的利空或利好，多方位同时出击。作为股市的投资者，在市场重要的转折点紧跟这类特殊庄家走，通常会获益匪浅。尽管，庄家难免有失手的时候，但跟随这种特殊的庄家，不仅失手的概率极小，而且即使被套，至少还可以信心十足地安慰自己："有庄家在，怕什么？解套是早晚的事。"

政策市中的政策威力

对于前 10 年的深沪股市，恐怕没有人会否认其显著的政策市特征，如果有谁不信，只要看看股指的 K 线图，10 次大底或大顶中，9 次都是由于政策出台而形成的"人造景观"。1994 年的三大救市政策、1996 年的人民日报社论、1999 年的"5·19"行情，这些都是值得投资者铭记的经典案例。而且，有些顶部或底部即使当时没有直接触发行情的政策出台，但大多与或前或后的政策面变化存在紧密联系。

当然，市场一旦趋势明确，逆势而出的政策有时也无法扭转乾坤，最多只能暂时改变一下股指的运行轨迹。例如 1996 年 12 月的利空，其实并没有完全改变牛市的路径，大盘在连续 3 个跌停后，又在 1997 年的上半年展开了一轮创新高的大牛市。不过，连续的政策时常会积累一定的势能，从而导致市场的反转。例如，1997 年 5 月 4 日，证监会在连续表示市场过热的情况下又下达了未公布的 50 亿新股额度，管理层的意图已经溢于言表。尽管，本应理解为偏空的消息，市场却浑然不顾，次日开盘继续上冲，众多个股冲撞涨停板。而且，连出现巨额亏损、面临严峻经营困难甚至摘牌的西安黄河等股票也大幅扬升。但这些迹象显示出，当时的市场正在逐步失去投资的价值和投资的理智，并最终形成了阶段性的头部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，**在政策面的针对性分析上，必须结合政策出台的背景、目标、内容，还要看与政策相匹配的执行环境，不能只简单地归结为利好或利空，更不能天真地将某些公众人物的公开判断当作指导自己投资的鸡毛令箭。要知道公众人物的讲话不同于私下聊天，更何况，立场不同，利空利好的判断标准就不同，结论就可能截然不同。**最明显的例子莫过于国有股按照市场价格减持的消息和后来停止国有股减持引发的“6·24”行情。国有股权转让的公开目的是明确的，但操作的过程存在一定难度。按照初衷，转让部分国有股权变现资金，一部分弥补社保资金的缺口，一部分加快解决国企的遗留问题或实施战略转移。从这些意义上讲无疑是大利好，是对整个社会的长期利好。可是，历史原因造成的股票不同权和巨大的成本差异，对于流通股股东而言就很难保证一定是利好了，关键是价格的确定。后面的结果，大家想必已经看到了。

从企业价值的角度讲，股东转让股权通常都是希望把没有成长空间的资产转出去，抽回资金投向有前景、有利润的方向，这是天经地义的。没有人愿意主观上违反这个原则，但现实中，国有股权转让却往往是出售优良资产，留下劣质资产，实施所谓的“靓女先嫁”原则。

这其中的原因是多方面的，除了市场机制外，或许与缺乏国有股权的实际责任人也有关。特别是在股权定价方面，财政部(后改国资委)关于国有股权转让价格的有关规定要求，国有股转让价格不得低于净资产。这条限制的初衷无疑是国有股的保值增值，希望国有股不被贱卖，但事实恰恰相反。那些账面价值低，而实际价值高的股票，往往很快可以找到买家，且容易成交，并更快地实施了转让，这非常符合“保值增值”的表面文章。而那些账面价值很高，而实际是一堆破烂的企业却迟迟得不到处理。“靓女先嫁”原则本没有错，但在“靓女”和“丑女”的评判标准还不合理、不公平的情况下，在操作层面上只能是一团乱。这一点清楚地告诉大家，一个政策出台的影响到底会怎样，有时连出台者都未必能完全预见到。所以，作为投资者更需兼听则明。

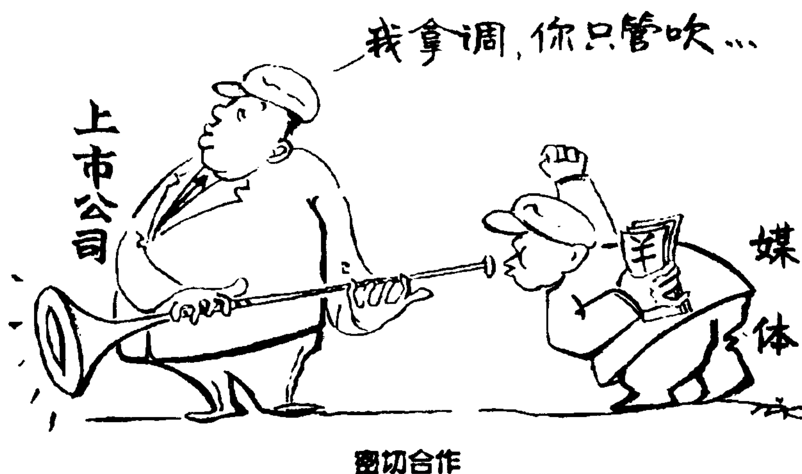
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必期望太高

监管部门很少与投资者有直接的来往，因此对监管部门一般不太了解，所以就容易产生很高的期望。其实，对于监管部门，大可不必期望太高。

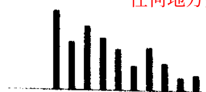
首先，论实践经验方面他们不如一线的投资者，理论知识也不如高等院校里的教授们，在不断变化的新形势、新问题面前，他们也同样会不知所措。而且，作为政府机关，在陈冗的人事制度下，多数官员不得不把保住自己的位置放在首位，否则一切理想抱负就失去了实施的平台，如果想要继续有所发展，则更要多花些心思，所以真正研究市场的时间和精力并不是很多。从 2003 年的“非典”事件，就不难看出我国卫生防疫部门的运作状况和效率，证券监管部门尽管要好一些，但差距应该不会是数量级上的。

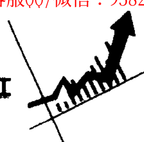
所以，我国政策的制定通常存在显著的滞后性，这是一个很重要的特征。往往是先有市场的不正常现象，才有相关的法规征求意见稿，等到法规的草案完善后再正式实施，会有一个不小的时间段。一般而言，在这个时间段里，有些出格的行为是不予追究的。法律不追溯以往是国际的惯例。不过在实践中，一些过分的违规行为，在事后受到了一定的追究，也给予了相应的处罚，但处罚程度明显要比事后知法犯法要好一些。



密切合作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





篇尾小结：市场的变迁



我们之所以要反复认知股市，因为它在不断地变化。这种变化之巨大，常常令回首历史的人们惊叹；这种变化之微小，往往使当时的人们忽视；而这种变化之重要，每每让无视它的人们懊悔莫及。

牛市里，发行价、配股价、增发价，通常会成为股价的支撑位，而熊市中，他们却成了难以逾越的顶部；老股民对新股民的教诲是“宁踏空不套牢”，可新股民成长中发现“宁套牢不踏空”才是真谛；想当初，庄家宠爱的惟有“身材苗条”的小盘股，而现如今，主力倾心的尽是些“膀阔腰圆”的大盘股；刚开头，惟街道小企业才有可能到“试验田”里挂牌上市，到后来，非国企集团难有融资圈钱的机会。股市中，交易的方式在变(从 T+0 到 T+1 又到……)，赢利的模式在变(从概念炒作到业绩挖掘又到……)，投资的理念也在变(从彼德·林奇到巴菲特又到……)，真正永恒不变的规律只有变化本身，这也正是笔者花费了如此篇幅来探讨“反复认知股市”这个话题的原因。、

下一篇，在大体认清市场本质的基础上，我们一起来了解一下前辈们，特别是各国的股市探索者们，对股市研究的成果。他们对投资市场的认识，有的可能看起来比较抽象，有的可能比较脱离实际，有的可能没有可操作性，但这些都是人们探寻股市投资规律和本质的知识结晶，对于一个股市生存者而言，了解这些理论，可以开阔眼界，可以少走弯路。下一篇起，内容上大多是以所谓的通俗读物的方式来谈论股市的，但随着问题的深入，不得不稍微多一些地接触专业术语。为了不使表述过于啰嗦，文中将通过链接一些注释和网页，或者直接指定一些参考资料的方式，来帮助相对理论知识不足的读者，并尽量秉承通俗的风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

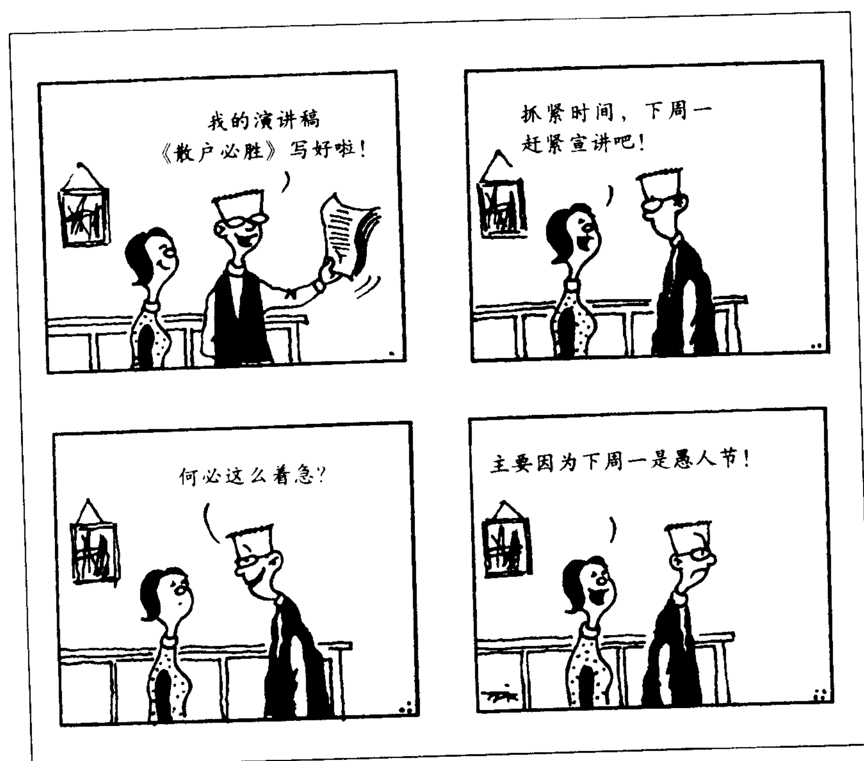
第二篇

圣经不可不念

【了解投资理论】

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市投资的道理最简单不过了，仅四个字就囊括一切，即“低买高卖”，但是，什么时候是低，什么时候又是高，寻找这个问题的答案可能会花去你毕生的精力。



机会难得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股林功夫 源远流长

人们研究股市投资理论和方法，少说也有百年的历史，前人的经验虽可不信，但不可不知。已经颇成系统并经过实践验证的投资理论不少，因观点和方法的不同还产生了众多流派，这和武林中的门派不乏类似之处。围绕着证券价格是否可预测的问题，可划分为学院派(或称务虚派)和分析师派(或称务实派)，两大门派观点和方法还真有些水火不相容的味道。

前一大门派的弟子通常认为股票价格是随机事件不可预测，而后者则相信通过努力可以发现股价运动的规律。我国证券市场在十多年的发展中，各种观点的争论也一直存在。部分机构投资者和大多数中小投资者，十分热衷于证券分析技术(包括基本面分析和技术分析)，相反，在象牙塔里修炼的金融理论界学者对证券分析技术提出很多质疑，学院派的主要理论依据就是西方的有效市场理论。该门派的“掌门人”法玛(Fama)是美国芝加哥大学的教授，1965年前后他提出了有效市场理论。这一流派的“信徒”们认为，证券的价格在市场有效的条件①下是随机的游走，就像醉汉的脚印，没有办法预测。他们声称技术分析方法和掷骰子方法选出的股票，最终的表现可能相差无几。据说，爱好实证的美国人，还真拿大猩猩做过实验，让猩猩掷飞标选出的股票与各基金经理人相比，选股水平居然为上乘，而且超过了不少职业的投资专家，这一结果着实让人哭笑不得。

后一大门派的历史更久远，不论是格雷厄姆还是巴菲特都可以算是该门派中的一代英豪。这个门派近百年来长盛不衰，新的理论和方法不断涌现，

① 有效市场概念可以理解为众多理性投资人构成的无交易费用的规范市场，后面还会做更为详细的探讨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且内部还分裂出许多小门派，但就其出发点而言，基本可以分为两类，即基本分析和技术分析。基本分析是通过研究影响证券在市场上供求关系的基本因素，来确定证券的内在价值，并根据供求平衡规律判断市场走势。而技术分析则是根据证券市场的历史数据，来预测证券价格状况和收益能力。技术分析本身又可分为指标分析和形态分析。

基本分析的理论假设是：一种证券在任何时点都有一个内在价值，该价格是由证券的盈利潜力决定的。这种盈利潜力取决下列因素：宏观经济、行业前景、公司业绩、财务结构、投资者心理因素等。基本分析的“信徒”们认定，现实的股票价格总是围绕着内在价值波动的，确定了内在价值也就等于对未来价格有了一个令人信服的预测。应该承认，基本分析有着很强的经济学含义：它首先承认是经济学上供求关系对价格的作用机制，说明微观经济分析在金融市场依然有效。

虽然基本分析有很强的理论根据，但金融市场中证券价格剧烈的波动，使所谓的内在价值处在不断变化且难以捕捉的状态中，以至于投资者有时怀疑内在价值是否真的存在。尤其是我国金融市场中广泛存在的炒作现象经常使股票的价格严重背离其基本价值，这使得基本分析在实践中一度被轻视。

技术分析是金融理论界争论最广的话题之一。技术分析的描述方法带有一定的神秘色彩，甚至有西方经济学家把技术分析和占星术相比。技术分析大门派下的小门派更多，比较盛行的理论有：道氏理论、艾略特波浪理论、江恩理论、亚当理论等。虽然技术分析门类繁多，但从理论上讲有几个共同的假设作为基础：第一，证券的市场行为已经包含了宏观、微观经济的一切信息；第二，价格总是按照某种趋势或内在规律运动；第三，价格的运行方式往往会重复历史。尤其是第三点，几乎是技术分析运用于证券预测的基本前提。对技术分析的争论主要也集中在上述三个假设之中。例如，第一个假设回避了信息不对称等因素导致的价格信号失灵，市场价格有时未必能充分体现所有的经济信息。与之对应，有效市场理论则认为，在价格体现所有经济信息的时候，不存在超额收益的机会，市场表现具有随机性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近十几年来，证券分析技术出现了一些新的发展趋势。计算机技术的进步，使各种分析、预测理论得以和统计学、信息技术、优化算法紧密结合，使证券分析向数量化、技术化、复杂化方向发展。西方金融理论界对技术分析的研究主要集中于两个方面：寻求价格运动规律存在的统计支持；研究基于技术分析的交易规则，获得更直接的实证支持。近几年，更有“神乎”的学者采用所谓分形和混沌等理论来解释证券的价格行为，并得到了不错的效果。还有神经元网络、人工智能等方法，这些工程学的手段也逐步引入到各种投资软件和自动交易系统中。这些手段与简单的移动平均等方法相比，显然已经是激光导弹和大刀长矛的差距，而其使用者也必须在数学技巧上修炼到一定的境界。

绝大多数务实派的研究虽然也不乏理论深度，但更多地集中于股价运动规律，这也是股市中最诱惑人心的焦点问题。大家都知道，谁找到了这个规律，谁就发现了打开财富之门的钥匙。目前，虽然各流派都找到了一些股票投资的规律和方法，但还存在一些脱离实际的矛盾和问题，因此，更多地还只是各种思路的综合与相互借鉴。

笔者不妨把这些寻找答案的思路分为两大类：一是从内部找原因；二是从外部找规律。

所谓从内部找原因，就是从影响股价的各种内在因素中寻找信息、分析信息、预测信息，例如股票红利分析、公司业绩预期等基本面分析方法；所谓从外部找规律，就是直接从外部观察、统计、分析和研究股价运动的规律，并依据概率等原则来推测其未来走势的各种可能性，例如股价均线系统分析、波浪理论等技术分析。但是，**必须牢记的是，这两类方法在应用上都存在软肋，分析方法的有效性都取决于各自的假设，如果前提假设不成立，任何方法都不能保证其结论的必然有效。**

对于第一类理论而言，某个内部因素与股价走势之间具有关联性，是采用这个分析方法的前提假设，如果这个因素与股价没啥关系，则对这个因素的所有分析就失去了意义。遗憾的是，这种相关性是很难证明的，而且是不稳定的。就拿红利来说，有学者证明公司的价值与该公司的红利政策是无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关的，[1] 可是恰恰上市公司的红利政策对股价的短期走势有显而易见的影响。学者们也常常信誓旦旦地告诉公众："决定股价最重要的因素是业绩。"但现实的市场中找到的反例比显著的正例还多，特别是在发展初期的深沪股市，垃圾股满天飞的现象已经被公认为不是偶然现象。

对于第二类理论而言，想要理论成立或有效，就必须默认一个前提假设，这就是，股票的未来走势与其历史信息是关联的，通俗讲就是"让历史告诉我们未来"。如果没有这种关联性，研究历史的信息是无益于预测未来的。同样令人遗憾的是，这种相关性也是很难证明的，而且是忽强忽弱的、不稳定的。即使是从概率意义上讲，明天股价走势的概率特性不是总等同于今天以前的概率特性的，而是一个随机过程[2]。几乎所有的技术分析方法都面临着这个根本性的问题。至今，有学者证明有效市场(或半强有效市场)中，投资者是无法从历史走势中分析出未来走势的，而且已有研究成果证明，美国和我国的股市都已属于半强有效市场了，[3] 其结论告诉我们"从历史信息中已挖不出金子了"。可是恰恰在这些市场中，依靠技术分析获利的股市精英仍然不计其数。

总之，股市里的理论，终究仅仅是理论，只有那些能够与实践很好结合的理论才格外有现实意义。对于其中一些无法在实践中良好运用的理论，作为投资者只需要了解一下就可以了，或许有朝一日，市场符合了这些理论的假设条件，那么再重新捡起来温习也不迟。

投资者不是理论家，也不是纯研究人员，因此，投资理论的学习中应该时刻以此为基点。这或许正是股市投资被称为"科学＋艺术"的原因。

在接下来的部分，笔者将从批判的角度来解说和评判部分主要门派的"功夫"，更主要的是结合股市投资实践来介绍这些理论的精髓与"死穴"。

---

① 即公司财务中的 MM 理论，由 Franco Modigliani 和 Merton Miller 提出的 MM 定理认为，公司价值与其红利政策无关。

② 所谓随机过程，是指概率分布特征随时间不断变化，可以理解为掷骰子游戏中，每次掷的骰子是不同的，而且是被不同人作了弊后再由不同人来掷的，其预测的难度可想而知。

③ 参见陈晓月、顾斌《中国股市弱型效率的实证研究》1997 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概率的特别意义

如果说投资股票需要什么“书本”知识的话，概率是最基本的一个方面。在此基础上，懂得一些数理统计的概念和方法，就更是锦上添花了。

在高等学府里锤炼过的大学生甚至是教他们的教授们，在股市上的收益未必能好过那些市场里成长起来的“股林高手”，但同样素质和状态下的投资者，学过一些概率统计知识的人一定会有更高的赢利概率，这也是基金公司招聘分析师和基金经理人时，普遍要求有数理统计知识背景的缘故之一。

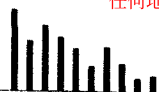
对概率和统计学缺少基本概念，又没有相应良好直觉的人，是不适宜做股票投资的。股市不能完全用统计来推断未来，也不完全符合标准化的数学模型，但是在大部分情况下，还是符合基本的概率原理的。特别是那些以投资为职业的人，概率统计的知识应当是基本功之一，否则如何才能有更大的机会战胜那些已经“武装到牙齿”的机构投资者呢？

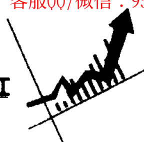
关于这方面的书很多，但建议没机会接受正规教育的投资者，最好不要买大学里的教科书看，因为国内的教科书大多是枯燥的理论和公式推导，反而不容易把基本概念搞清楚。所以不妨看一些通俗读物，[①] 特别是国外的通俗读物，这里没有为外国书籍做广告的意思，只是笔者发现，国外的大师通常写一些普通人能看懂的书，而我们的**大部分**普通人却在写一些大师们都看不懂的书。当然，笔者这里说的**“大部分”**不是概率意义上的，而是情绪意义上的。

谈到概率，让笔者想起一个比喻。记得在1995年的时候，曾有一位海外

① 在商务统计知识方面，推荐《36小时商务统计课程》一书，上海人民出版社徐国祥译。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





归来的投资专家极力倡导长期投资，他解释说，在股市上投资获利非常简单，只要买入后长期持有就行了。也许是为了形象地表述，他把炒股与坐飞机去美国相比，[1] 他对投资者说，只要买好票，闭上眼睛耐心地睡一觉，就能到达成功的彼岸了，炒股也一样，买好了股票回家，等到丰厚获利时再抛掉，就这么简单。也许在非常成熟的市场上，这种长期投资的方法能够奏效，但对于刚发展十几年的深沪股市，笔者实在不敢苟同。原因就在于不同的概率意义。

试想，如果飞机坠毁的概率提升为5%，而且空中是允许换机逃生的话，那么谁还能闭上眼睛睡觉呢？肯定大部分人都会不停地在空中换机，即使是这位投资专家，也不可能在5%概率坠毁的飞机里闭着眼睛睡觉，一旦情况异常，会立刻考虑是否换机的。现实中，飞机坠毁的概率小于百万分之一，[2] 而深沪股市中千余家上市股票中，至少有5%的股票面临摘牌的可能(指被*ST或PT)，[3] 或能让投资者血本无归。可见，这两个事件的概率相差十分悬殊，由此导致判断的基本逻辑都是完全不一样的，因此就不能得出结论说，操作上可以采用雷同的方法。

笔者举这个例子，不是来反驳这位专家观点的，也不是来说明“买入持有”的策略是不正确的，而是主要说明概率在决策上的重要性，如果无视客观的概率大小和特性，投资决策是不可能长期成功的，这就像不宜以摸彩票为职业一样，因为首先从概率意义上讲，彩票是不可能让参与者长期稳定赢利的。

在做投资决策前，一个很基本的事情就是要估测一下，当前决策正确的概率有多大，错误的概率有多大，再与其带来的收益和损失联系起来，估算

---

① 那个时候，很多内地人都很向往去美国，所以专家以此做比。

② 按每百万次飞行发生的有人员死亡的空难事故的次数计算，1991年是1.7次，1999年首次降到1次以下，2000年再次下降到0.85次。按2000年的概率算，也就是117.65万次飞行才发生一次死亡性空难。换句话说，如果有人每天坐一次飞机，需要飞3223年才会在概率意义上遭遇一次空难。

③ 这里指股票名称被冠以“*ST”或“PT”的情况，以2003年5月初计算，这一比率已经达到了5%的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下整个决策的预期收益水平。如果一项投资的期望收益小于零，那么就需要质疑一下这项投资的必要性。

一个想在股市里长期生存下去的职业投资者，应该保证自己的破产风险始终是一个小概率事件，或者说，必须确定自己投资失败而大伤元气的情况不太可能发生。

那么，到底多少才算小概率事件呢？这是一个很有意思的问题。从数学角度讲，没有十分明确的标准，或许是亿万分之一，或许是万分之一，但具体到投资决策时，实质上是一个风险承受力的问题。如果一个人一生的投资生涯为 50 年，那么，有些人认为，20 年一遇的股灾是小概率事件，而有的人则要求自己能在 500 年一遇的股灾里幸存。

最后，给出一个具体的数字供参考：一般讲，选取有代表性的 30 只股票，比较均匀地构成组合，就可以在统计分布意义上具备了整体市场的风险特性，也就是说，在很大的概率上基本与大盘保持一致了。所以，被动型基金的投资组合中一般必须至少有 30 只以上的股票，而 30 只以下的投资组合更适合主动型投资策略。当然，主动型投资组合的选股数量也可以在 30 只以上。

一年最多翻几番

在中小投资者中，经常可以看到一些“成功者”向同伴炫耀，说自己的投资水平如何如何？一年能翻多少倍等等，其实，在不考虑投资收益的期望值（可以理解为预期收益水平）和方差（可以理解为预期收益水平可能波动的范围和幅度）的情况下，孤立地谈某个人某年甚至某次的投资收益，那是毫无意义的。下面就举个极端的例子来说明考察期望值和方差的重要性。

例如，笔者告诉您，某人进行一次投资，结果 1 个月就翻了 200 万倍，您觉得怎么样？

没错！不用怀疑。这是现实存在的，只是不是股市投资。这个人投资 2 元钱买彩票，中了 500 万元的大奖，扣税 20% 后，资产翻了 200 万倍，本金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都可以忽略了！但这种投资行为肯定不算是投资高手。理解概率意义后您就会知道，彩票的收益期望值是负的，也就是说，买下全部彩票，获得全部奖金的人一定是亏损的。同时，彩票投资的收益率方差也是很大的，可能一无所有，也可能获得巨奖。按照老百姓的话“太没谱了！”“纯蒙运气！”所以，**投资者最需要牢记的是，投资股票的收益中，有运气的成分，但绝对不能靠运气，如果有人认定自己是幸运星，那没有必要炒股票，直接去买彩票就是了。**

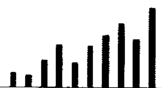
形象些说，某种投资方法的收益率的期望值，可以理解为众多投资者长期反复使用这种方法进行投资的平均收益率。方差可以理解为实际个体收益率值偏离上述期望值的大小。期望值高自然可以吸引投资者，而方差大，特别是有利方向上的方差很大，同样也会吸引资金，彩票为何总是能吸引很多人，甚至包括很多了解概率知识的人，这就是原因所在。

就股票投资而言，某个人某一年翻了几倍并不能说明什么，只有较好的选择期望值和方差才能明确地知道在多大的概率下，能赚多少钱。有些刚进入股市不久的中小投资者如果某一天赚了5%，就可能开始将自己的资金以每天乘以1.05的方式推算其1年后能有多少财富，计算的结果是：如果元旦投资1万元，12月底可就变成了20亿。可实际的结果很可能是，一年里再也没有哪天实现过全部资金增长5%的骄人业绩。

理解期望和方差的概念是最基本的，这是选择投资策略、选择投资品种、决定投资周期的一个基本出发点。在不考虑这两个因素的情况下，是不能科学地比较投资方法的好坏的，也没有比较的必要。例如，试想一个股票投资者5年的平均收益率为20%，可却非要和中500万大奖的人比收益率，那不是明摆着自己找气受吗？又如，人家追逐大涨大跌的黑马，半个月挣了50%，而自己的“蜗牛股”每个月都只涨5%，这也完全没必要着急，因为100个短线客可能有50个到年底都是赔钱的，而您的“蜗牛股”可能连续走完10个月的慢牛行情，并从11月起可以随时兑现高达62%以上的收益率！

不过事物总是两方面的，较高的期望值自然是首要的条件，但方差同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不能忽视，[1] 对于某些时候、某些个人，如果选择了高风险、高收益的投资策略，那就需要选择方差大的投资品种，哪怕期望值小一些，甚至为负数也可以暂时不予理会，因为他决定通过承担风险来换取可能的高回报。

期望值与方差，这两个概率名词并不难以理解，但做到自觉协调地运用是需要一定磨练的，具体如何在决策中平衡这两个参数的方法和要点，在后续的章节中再慢慢聊。

风险与收益的“奇妙”转换

概率的发展，在很大程度上要归功于赌博者。最初研究概率的人据说就是那些欧洲赌徒中的好学者。所以在理解破产风险[2]和收益的概率问题上，我们还是从赌博开始吧。

大家都多少玩过掷硬币的游戏，那么我们一起再玩一次，看看您有什么新发现。游戏规则如下：由公证人掷硬币，[3] 您可以下注正面或反面，也可以不下注，即放弃此轮。下注的筹码以元为单位，下注多少随意。例如您下注正面 3 元，如果下对了，您可以获得 6 元，其中 3 元是您的投资，另 3 元是收益，如果错了，已押上的 3 元筹码将输掉。您的初始筹码为 100 元，不收手续费，不得透支、增加资金或抽离资金。如果筹码输光了，就被称为破产，游戏结束。好了，条件清楚了吗？现在就开始吧！

如果您有了概率的知识，或许会说：“真无聊！这种赌博永远不会有输赢，50% 的概率，期望值是零嘛。”但您仅从理论上说对了一个方面。下面我们就从赌博策略上来具体分析一下：

策略 1：只看不动，从不下注。

这种策略下，自然是“永远不会有输赢”。

---

① 美国著名经济学家萨缪尔森研究证明：方差和均值对于投资者的效用是同等重要的。

② 这里所谈的风险，不同于某些教科书上定义的方差，而是指破产的可能性，即出现净资产小于等于零的概率。

③ 这一条件的概率意义就是保证硬币正反面出现的概率都十分接近 50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略 2：不论情况怎样，每次下注正面 2 元(或者总下注反面 2 元)，碰运气。

这种策略下，您只要玩的次数足够多，您必定会全部输光。因为，尽管正反面的概率是相同的，但不保证正反面一定是交替出现的。例如，玩到 1000 轮的时候，出现正面的次数小于等于 475 次，而出现反面的次数超过了 525 次，即反面累积多出现了 50 次以上，那么您肯定要输光出局了。① 通过计算可知，这种策略下，玩 1000 次的破产可能性大约为 6.4%，这也不能算是太小的概率事件了吧？

策略 3：每次下注前先观察，当连续出现 2 次反面后，下注正面 1 元。接下来是，如果错就再下注 2 元，再错则下注 4 元、8 元、16 元…… 一直押注正面，直到赢一把或者是破产。这种策略下，只要连续下注的过程中押对了一轮，就可以赢回以前的所有筹码，外加 1 元收益。

这种策略下，如果您的筹码在 100 元附近，那么大约连续出现 8 次反面后，就会因没有足够的筹码可加倍下注而面临破产了。但值得庆幸的是，这种连续 8 次反面的可能性是比较小的。大约玩 2000 次以上才在概率意义上会出现一次，当然，如果一上来就遇到连续 8 次反面的糟糕情况，那只有认倒霉了。

好了，游戏就玩到这里，对策略 3 有兴趣的人，可以多玩几次。相信，大多数人都会有所收益。面对 50% 概率赢利的赌博，我们居然也可以赢钱，是不是让人惊喜呢？

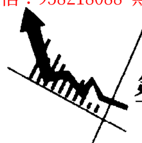
不能高兴太早！因为，众多人使用策略 3 玩或者长时间玩使用策略 3 您会发现，有些人在赚了不少钱后，仍旧破产了。

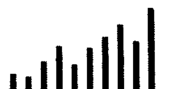
这个游戏其实说明了风险与收益之间的一个重要关系，即风险与收益是成正比的。在策略 2 中，玩 1000 次，只有 6% 的可能性破产，而策略 3 中，玩大约 2000 次就几乎必然要出现破产的情况了，这比策略 2 来说风险可大了

---

① 这种下注方法中，实际是一种二项分布的概率事件，正面出现次数的期望值是 500 次，方差为 250 次，标准差约 16 次，通俗讲就是，正反面次数累计总是接近相等的，但仍有不小的可能出现正反面次数偏离 16 次的情况，这时正反面的次数累计差达到了32 次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





很多。

投资者在股市中投资，如果其投资决策的正确率只有50%，无法提高，也不降低，那么他不是没有赢利的机会。他可以通过“巧妙”的下注策略来赢利，但同时必须面对更高的破产风险。换句话说，就是在判断准确率一定的情况下，可以通过某种提高风险的方式，来提高当前的收益，不过，这种收益是要碰运气的。当然，最理想的情况还是能够不断提高投资决策的准确率。

由此，我们可以得到一个投资的原则：首先要努力提高自己的决策正确率，并使之稳定在一个显著大于50%的水平之上，然后选择适当的投资策略，使自己资产的破产概率保持在一个能够接受的小概率水平之下，这种原则下，投资者就可以在股市上长期生存下来了。当然，这个结论是概率意义上的，也就是说，只要不是一个“倒霉蛋儿”，您可以依据此原则在股市坐享其成地赌下去了。反之，如果您的判断正确率怎么努力也达不到50%，[①] 再考虑到操作上的失败，实际操作的成功概率将显著低于50%，那么，您最好不要在股市里长期逗留，赔钱对于您来讲几乎是命中注定的了。

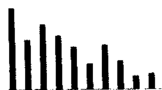
鸡蛋与篮子

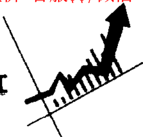
股市投资者中流传着一句老话：“鸡蛋不要放在一个篮子里”，可偏偏就有人反驳说，鸡蛋只有放在一个篮子里才安全，才容易看得住。如果从数学和理性的意义上讲，这其实也是一个与概率有关的问题。

就某个成熟市场和概率角度而言，将全部资金重点放在某个高收益、高风险的个股上重仓炒作，和放在另一个低收益、低风险的组合上理性投资。理论上，这两种投资策略是难分上下的，因为市场的成熟已经使得“便宜没好货、好货不便宜”了。**但必须牢记的是，理论的条件在现实中永远无法完全满足。有时实际的操作情况很可能正好相反。**因此，投资者并不是没有可

① 如果考虑到交易成本、心理因素等，投资者的决策正确率应该至少在60%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





能选择出低风险、高收益的品种的，一旦您真的确信发现了一个高收益、低风险的投资品种，那么务实的选择应将较多的鸡蛋放在这个篮子里。这种在风险和收益之间的偏好策略在后面还有详细的谈论。[1]

概率的意义，在于近乎无限次的可重复，由此才有了统计意义上的期望值和方差。而实际中，资金是有限的，操作是有限次的，投资人的行为也不可能完全理性地做重复实验。因此，降低不确定性，减少破产的概率，保证投资市值的稳步增长才是更重要的。

理论和实践都证明，股票市场进行分散投资的风险要明显小于集中投资，即两种方法在期望值相同的情况下，分散投资的方差要小很多，而且给操作者的心理压力要小很多，对融资的依赖性要小很多。因此，由于现实融资比例和其他条件的约束，**适当地分散投资将大大减少破产的风险。但能够分散的风险是投资品种的自身差异，即所谓非系统风险，而整个市场的整体风险是无法通过分散投资来降低的，即所谓的系统风险无法通过股票组合来规避。**深沪股市面临的国有股减持定价问题就是典型的系统风险。面对这类风险，只能在更大的范围内分类分散，例如将一部分资金投资到债券上、地产上或外汇上等等。

就更现实的情况讲，对于规模在上亿元的资金，不可能不分散投资。大资金一方面需要面临个股持仓比例的法律限制，[2] 另一方面，由于流动性风险（即关键时候出不了货的风险）和股票规模，必须进行一定的分散来减小资产的总体风险。

不过，对于那些规模很小而承受风险力很强的个人投资者而言，将鸡蛋放在较少的篮子里，提高所操作资产预期收益率的方差，不失为一种进行原始积累的有益冒险。提高资产的方差，可以通过选择高风险的品种，也可以选择大比例透支的方式。

但需要特别注意的是，很多地方，人们把高风险错误地理解成了炒作火

---

① 参见第五篇中的“投机不赌博”一节。

② 依据1999年初颁布的《证券法》规定，机构持有个股总股本的5%以上时需要举牌，而且每变动2%时还要在两日内再通告，而个人的比例限制是机构的十分之一，即0.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爆的高价股和庄股，而概率意义上的高风险是指方差大，即波动幅度大、不确定性大的股票，恰恰不是那些已经被利好炒高的股票，也不一定是重组传闻漫天飞的“垃圾股”。那些价格高企的明星热门股，再搞出什么惊人消息，也难有翻几番的表现了。相反，满仓持有一两只股价最低的“僵死”股票，说不定一下子与庄家不谋而合，丑小鸭也能变成金凤凰，但这样的概率一般不是很大。

在投资品种上的组合，可以分散个股的风险，类似投资方法上的组合，操作者的多元化也可以分散方法风险和操作者的诚信风险。特别是大资金运作上，操盘手最好多几个，否则一旦主角操盘手出现道德风险或其他意外，损失也是十分惨重的，有时甚至超过品种风险和方法风险。

从某种意义上讲，基金也是一种投资组合，投资者购买基金，是购买了一份经过基金经理人优化后的资产组合。但是，作为职业投资者，或是立志毕生与股市相伴的人，没有必要投资股票基金，[1] 这不仅是因为股票基金不能分散投资者的系统风险，而且，还在投资人肩上增添了基金经理的管理费用和道德风险，要知道避免投资某些得了禽流感的瘟“鸡”也不是一件很容易的事情。所以，笔者的观点是，职业投资者应该放弃股票基金的投资。但业余投资者可以选择指数基金，特别是经济长期处于上升期时，普通百姓可以借助股票基金分享经济增长的果实。

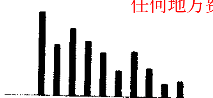
学习如何感受风险

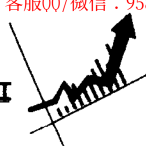
风险是投资者最熟悉的一个词，也是最值得和最必须费心体会的一个词。如果您对此没有自己的深刻理解，那说明很可能您已处在风险之中了。

被套了，这不叫风险，割肉出来赔掉了一大笔钱，那也不叫风险，因为它们都已是现实，真正的风险是您当前决策时所面对的未来可能发生的不确定性。从这个理解出发，**我们没有必要为过去的损失再劳神，总结经验是需**

[1] 这里仅指股票基金，即全部或大比例投资于同一股市股票的基金品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





要的，但防范风险，必须面向未来。

在“风险与收益的‘奇妙’转换”一节，我们曾把风险定义为投资者“破产”的概率，即投资者或赌徒把所有资产赔光的概率。这一概念比较符合汉语中对风险的通俗理解。

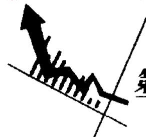
在经典投资学理论中，风险被定义为未来收益的不确定性，不确定性越大，风险就越高，从概率意义上讲就是“方差”。首先用方差来定量分析风险的是马科维兹(Markowitz)(1959年)，在证明分散投资的优点时，首次把股票投资收益波动的方差定义为风险，并由此奠定了投资学理论的一块重要基石。

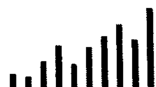
股价收益的方差或者说是收益的不确定性，无疑是投资操作中需要关注的一种风险，但是更贴近实际的情况下，还需要一个具有实用价值而便于理解的风险定义，这就是“破产”风险，或者说是收益率波动时，向投资者不利方向摆动的幅度超过了该投资者承受力的概率。对于投资者而言，收益率正向波动是好事，是获得了超出预期的收益，而真正带来风险的是负向的波动幅度，这个单向波动的幅度才是投资者必须规避的风险。这个风险指标，就是“破产”概率。特别要说明的是，这里的破产是指投资者财产损失的承受极限，这个极限对于不同的投资者是有所不同的。有的人损失30%，就无法承受了，有的人损失80%，还可以东山再起，而对于开放式基金而言，损失25%，可能就不得不面临清盘危机了。

现在，风险有了两个已经量化的参数来定义，一个是收益率方差，一个是“破产”概率，这两个定义之间是紧密相连的。首先，从计算上看，计算破产概率首先要了解方差，但特别关注的是单边的方差，即收益率向亏损方向的波动幅度。其次，后者引入了“投资者承受力”，这个新参数，使问题变得更加复杂了。举个例子或许更好理解。

例如，某投资者采用124投资法，即第一次投入七分之一的资金买入某股，如果买入后继续下跌，那么跌幅达到10%时，再投入七分之二的资金，如果继续下跌，那么在跌幅达到20%的时候，投入剩余的七分之四资金，完成该股的建仓。在这个过程中，前两次投资后，投资者是希望再出现一定幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





度亏损的，这种下跌对于该投资者来说不构成真正可怕的“风险”。而最让该投资者担心的是，建仓完毕后，该股仍然持续下跌的概率有多大，如果资金中有70%是从营业部融资来的，那么该股继续下跌接近30%时，该投资者就会被营业部强制平仓，[1] 彻底完蛋！如果得知，该股跌幅超过30%的概率为1%，而投资收益的方差为20%，那么，投资者大多会采用破产概率而不是收益率的方差来衡量所面对的风险，因为前者更直观。

从这个例子中可以看出，虽然经典的方差定义可以对建立经典投资理论有很大的帮助，但有些偏于理论化，多数投资者大多情况下是不会直接依据此类参数进行风险决策的。而且，对于短线投机者而言，他们喜欢价格波动，收益率的方差，越大越好。股票大幅波动才会有更多机会，俗话说，“新股民怕跌，老股民怕横盘”就是这个道理。

更进一层看，在没有做空机制的市场中，向下波动超出承受力的概率是关键性的风险，那么，在双向市场中，做空的投资者可能面对的就是向上波动超出承受力的风险，这与经典的风险定义就更加接近了。

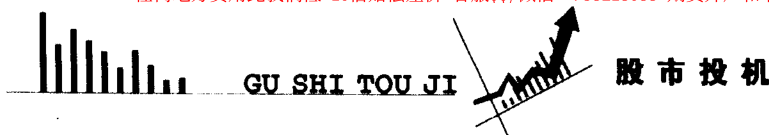
总之，用方差来描述风险，构建了经典投资理论的大厦，而笔者认为，“破产”概率和风险承受力的引入，可以对投资行为理论的发展有一定意义。终究，投资者行为是研究投资理论不可忽视的重要部分，投资者的风险承受力，也应是理解风险的一个重要方面。

大家都在随机漫步

如果有人知道了股价变动的规律，而且能预知未来的股价，那么他会告诉别人吗？很可能不会，因为自己默默地炒股赚钱岂不是美哉？遗憾的是，据笔者所知，至今没有人能够如此幸运。可是，话又说回来，真有此人，笔者（包括别人）又怎么会知道呢？这里有些人造悖论的味道，而股市投资规律的研究和投资策略的实施之间也是这个悖论的味道。换句话说，当依据规律

① 为保证营业部本金的安全，即70%的融资不受损失，营业部通常会在投资者自有资金亏损殆尽时，强制卖出股票兑现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



去投资的时候，也就逐渐消灭了规律的存在，并可能最终导致股市出现无规律可循的状态。

无数的投资者在寻找股价变动的规律，前赴后继的金融学者也在孜孜不倦地求解此类难题。但上百年的努力后，结果怎样呢？一个被称为随机漫步的理论告诉大家：股价的变动是随机的，也就是没有规律可循的，其运行轨迹就像一个醉汉在街上走过的路线，谁也无法从中找出规律来预测其下一步会怎样。

这个结论多少让人遗憾。但必须承认，这很可能是个事实，或者说是股市发展的终极目标。原因也很简单，因为如果存在一个类似数学公式的明确规律，那么今天就可以知道明天的股价是多少，而这一旦被发现并公之于众，明天还会真的出现那个预测的价格吗？由于人自身的参与，使得股市的变动产生了主观参与后的反作用效应，因此，研究股价的运动规律也就不再是一项自然科学的研究，而是研究结果与人们主观行动相关的互动。有人比喻说，这就像大力士，力气再大也不能把自己举起来啊。

那么，股价就真的无规律性可循了吗？也不必太悲观。大力士倒立在地面上，不也算是把自己举起来了吗？当然这种回答似乎是在玩“脑筋急转弯”，有些狡辩，但采用不同思路来考虑问题的方法是有启发性的。

从最初的技术分析到公司财务的基本分析，再到数理统计为手段的统计分析，再到以心理学为出发点的投资行为分析，所有这些理论，单独使用时都无法解释股市的全部现象，大家很可能都是在盲人摸象。开玩笑一点讲，人们研究股市的历史或许也是一个随机漫步的过程。

既然，投资者不能全面了解和掌握股价运行的规律，那么又怎么操作呢？讨论到了这个层次，股市的研究也就进入了对人自身行为的研究。值得庆幸的是，人的群体行为特征还是有规律可循的，而且是符合概率意义的。因此，在操作决策中，只要做到概率意义上的取胜，即只要比其他投资者有更大的概率获胜也就可以了。

股市的投资者成千上万，各色各样，但大幅盈利和大比例亏损的都是少数，极端理性和极端感性的也是少数，而大部分处于中间状态，这种橄榄形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的分布状况可以理解为是正态分布。而正态分布是人们研究得比较透彻的一种概率分布状况，因此只要在概率和投资行为两方面都花些力气，投资者就会有更大的可能性使自己成为为数不多的“幸运儿”。

如果您经过了努力，各方面的素质和知识也都显著超出市场的平均水平，但结果仍然很不幸，甚至彻底失败，这时您知道问题出在哪里了吗？原因是小概率事件仍然是有可能发生的，理解到这一点，也就真正理解什么是概率的意义了。

财务分析的陷阱

如果没有人关心公司的业绩，大家都依靠股票的波动进行投资，那么投资者或许就根本没有必要了解会计报表分析和公司财务方面的知识了，那么股市也就真的更像赌场了。如果上述情况不可能出现，而负责审计上市公司的会计师们能够知无不言，言无不尽，那么投资者也可以不用认真地掌握这方面的知识了。

遗憾的是，事实恰恰相反，股票的价格与公司的业绩有相当密切的关系，尽管有时是相反的关联；而会计师们也没有足够的诚信记录，相反，几乎各国都曾出过会计师的作弊丑闻。因此，作为投资者必须对会计财务知识有一定的了解，如果您比较信奉基本面分析，又准备做职业投资者，那么最好专门进修一下相关的课程，如公司财务、管理会计什么的。在巨大利益的诱惑下，证券市场往往变成了财会高手们斗智斗勇的地方。假账花账，乃至根据财务指标要求倒推出一份合理的报表的做法也不算太新鲜的事情。因此，对财会知识的了解可以说是股市投资的一门必修课，而且用途越来越广泛。大部分财会知识不仅有助于股票投资，而且对于管理自己的日常储蓄、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资、保险，甚至是消费方式，都是有帮助的，并能够显著提高自己终身的理财生活水准。

时间的奥秘

公司财务和会计已经有近500年的发展历史，[①] 积累了相当的经验和知识，但最基础、最有启示意义的概念就是时间对资产价值的影响，或称为时间价值。储蓄、借贷都是有利息的，这里的利息就是资金的时间价值，而利率就是衡量时间价值的标尺。

时间的奥秘就在于利率，利率等于0时，资金就没有时间价值了。大于0时，明天的1元钱就比今天的1元钱要贬值一些，而贬值的幅度就是1天的利率，尽管小得可以忽略，但累积到一年、几年，就会令人吃惊了。

利率有"真"有"假"，"真"的可称为实际利率，"假"的叫做名义利率。名义利率就是银行里或债券票面上标明的百分比数字，例如年息5%什么的。而实际利率是名义利率扣除通货膨胀后的差值。例如当年的通胀率为2%（可理解为社会商品平均零售价格的增长幅度），那么，5%的利息在这一年的实际收益率则是3%。

市场中，投资者一般都可以找到一种大家公认的无风险投资方式，以此方式的投资收益率作为市场利率的基准。个人投资者可以把银行储蓄或者定期国债利率理解为无风险利率，当然这种国债一定不是"萨达姆"政府[②]发的，才可以认为是无风险的。而机构投资者大多采取银行贷款利率或者是金融机构之间的拆借利率。市场无风险利率或称基准利率的选取是非常重要的，用"差之毫厘谬之千里"来形容并不为过。月收益率上1个百分点的差距，常会导致几年后资产的成倍差异。所以，投资者在选择利率基准时，最好保守一些，比如在确定是否投资一个收益率为6%的风险项目时，最好以5%的贷款利率为基准，不要跟1.98%（2003年）的储蓄利率相比，否则就会

---

① 据《故事中的经济史》一书记载，意大利教士卢卡·帕奇欧里(1445－1514)发明了复式记账法。

② 伊拉克萨达姆政府已于2003年倒台，这里借指发债政府必须是稳固而有信用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轻易投资一些收益率偏低的风险产品。在股票投资中，投资者也最好用银行的贷款利率为基准，而不要以银行储蓄利率为基准，那不是投资者的参考指标而是储蓄者们的基准。

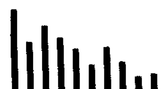
在“一年最多翻几番”一节中，曾提及，如果某投资者每天赚5%，年初投入1万元，年底就是20亿元，这就是复利的力量！如果您现在有10万元，还准备炒20年股票，目标是1000万元资产，那么平均年收益率大约在26%的水平，也就是说只要您每年的平均收益率不低于26%，就可以完成目标。因此，选择股票时应挑选那些年预期收益率至少在26%以上的证券，否则根本没机会实现您的终身投资目标。不过最难的是“平均”二字，因此风险必须尽可能小。

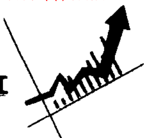
当然，说明复利威力的最好例子，还是那个古老的故事：面对国王的慷慨奖励，国际象棋发明者的要求“只是一些米粒”，在64格的棋盘上，按照每格比前一格多一倍米粒的规律，发放即可。计算下来，这些米够全世界吃上几个世纪。同样，也有股评家告诉普通投资者说：“每周赢利2%，一年翻番没问题。”但是，他忘了告诉大家，数千万投资者中，不论大家如何努力，最终能够连续52周保持赢利在2%的高手一定是凤毛麟角。

如果理解了复利的概念，那么您在看待基金分红问题上或许会有新的理解。刚刚起步不久的基金，常常以现金分红来吸引投资者，除了相关规定要求的外，这种行为本身是一种“心虚”的表现。真正的好基金只要法规允许，不应该积极分红，至少是投资者不希望其分红，因为如果它比其他任何投资渠道的回报率都高，应该追加投资才对。只有当黔驴技穷时，基金的经理人才应该考虑高比例且频繁地现金分红，因为他找不到更高回报的投资机会了。基金如此，上市公司更是如此。以真实的高利润为基础，不进行现金分红的公司是有潜力的公司，不渴望分红的投资者是聪明的投资者。可惜，现实中上演的是截然相反的一幕。

在复利计算方面，需要弄清楚一个问题，这就是几何平均与算术平均的差别。例如，某股民，10万元开始投资，第一年下来变成了20万，第二年又回到了10万。他的算术平均收益率为[100% + (- 50%)]/ 2 = 25%，即年平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





均收益率为 25%，如果以复利计算则为 $[(1+100\%)\times(1-50\%)]^{1/2}-1=0$。哪个更合理，一目了然。

通常的收益率大多在百分比的个位数字上，且年限较短，所以差异不大，但精确或长期投资方面必须使用几何平均的概念，否则在计算利率和估算收益率时会有较大差异。不过，有些投资人每年以固定的规模进行投资，将盈利部分取出来消费，这种情况下，就不能采用复利计算。

市盈率之争

市盈率是一个历史悠久、运用广泛的投资参考指标。从定义上讲，它是股票价格与每股税后利润的比值，又称本益比。它的直接意义是股票市价除以每股税后利润而得到的倍数，可以粗略理解为回收投资本金所需要的年限。从通常投资意义上理解，市盈率低的股票，投资回收期短，比市盈率高的股票风险小。同样，从市场平均市盈率的高低出发，也可以对市场整体风险的高低做出一个较为客观的评判。

不过，市场整体市盈率的计算与个股稍有不同，在分析市场平均市盈率高低之前，首先应该明确如何计算市场平均市盈率的问题，否则争论市场市盈率高低是没有意义的。

最早①的做法是把各个股票的市盈率进行算术平均，即求出各股票的市盈率总和后除以股票个数(有时需要事先剔除亏损股)。从实际应用看，这种方法简单，但不够科学，主要体现在三个方面：

第一，有的公司为了表明自己有别于亏损企业的身份，所公布的每股盈利指标十分精确，如 0.01 分，若股价为 5 元，则市盈率为 50000。如果这样的公司有四、五家，则市场的平均市盈率是无论如何也低不下来的。

第二，企业上市股票的规模没有得到应有的考虑，若小企业数目众多，市盈率很高，大型企业集团的数量少，而市盈率很低，这种情况下的市场平

① 指大约 1995 年以前的深沪股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均市盈率就会被显著高估。

第三，由于亏损企业的市盈率为负数，直接算术平均的方法不能把亏损公司的市盈率纳入计算，缺乏统计的全面性。

因此，在计算整个市场的平均市盈率时，需要从市盈率的根本概念出发，引入市场总体市盈率的概念。即，把整个市场理解为一“特大号”企业，用全部流通股的市值除以全部流通股本所能获得的收益(扣除亏损)来求得市场的总体市盈率。计算公式为：

市场总体市盈率＝(每股价格×流通股本)的总和÷(每股收益×流通股本)的总和

在这个公式中，低收益的股票和亏损的股票均能合理地参与市场总体的评判，而且流通股本的大小也在计算中参与了加权，这样就很好地解决了原来算法中的三个不足。

那么，整个市场的市盈率多少才算合理呢？一般来讲，股市的平均市盈率略低于市场基准利率的倒数时，被认为具备投资价值，如果考虑股市风险，则再偏低一些为好。由于我国缺少真正的市场利率，对于普通投资者来讲，可以参照一年期银行储蓄利率(*以国债利率则更保守*)。例如 1997 年银行一年期存款利率为 7.47%，就可以得到银行储蓄投资方式的市盈率为 13.4。根据深沪上市公司 1997 年的中期数据，预计当年平均净资产收益率为 9.74%，比银行利率高出 2.47 个百分点，从高收益支撑高市盈率的角度推算，可以推测当时股市的理论市盈率应在 13 至 18 倍左右。而当时的实际值已在 30 倍以上，所以下调的压力很大。2002 年的储蓄利率为 2.25%，扣税后只有 1.8%，那么市场的合理市盈率为 55 倍，如果采用国债利率 2.8% 计算，则合理市盈率为 35 倍。而 2002 年底的市盈率基本已经在 30 倍附近，因此当时继续大幅调整的可能性并不太大。由此不难看出，用市场市盈率来估测市场水平的高低是很有参考价值的(*当然不是惟一参考指标*)。

由于市场利率和上市公司平均收益率的数据统计无法做到连续，计算合理市盈率所用参数的调整只能在上市公司年报之后或银行调整利率时进行。从市场市盈率的相对变化区间看，由于股市投资比银行存款具备更多的投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益机会，我们可以发现，深沪股市在投机力量的推动下，市场市盈率的波动范围一般落在如前所述的合理市盈率的1至3倍。也就是说，当市场平均市盈率在1倍的合理市盈率以下时，市场接近投资价值区域，风险较小，而超过3倍的合理市盈率时，就蕴含了相当的投机风险。

当然，这个区间的大小和高低均是动态变化的，是随着市场利率和企业效益及它们的趋势而不断变化的。特别是随着股票市场与国际的接轨，这个范围自然也会逐步下调，如果考虑到国有股流通的影响，市场的实际市盈率将可能落在0.6至2倍的合理市盈率的范围内。

最后，特别要注意的是这个结论并不能简单套用到个股分析上，因为单个企业的发展具有相当大的不确定性，而整个市场发展的平稳性和运行惯性是相当大的，这时推断出的结论才具备统计意义，也才有较高的投资参考价值。

在用市盈率判断股市和个股价格水平高低的问题上，两种观点始终争执不下：一种观点认为投资者应该选择低市盈率股票，回报率高，安全性好；另一种观点认为，市盈率低的股票相对前景暗淡，而市盈率高的股票被投资者追捧，反映出预期收益高，成长性好，而且计算市盈率的每股收益数据只能是上一个财务周期的数据，不能反映将来的预期！

两种观点，在各自的假设前提下都是正确的。所以，应用中关键看当前市场的发展符合哪个观点的假设前提。有人对美国市场的研究表明，[①] 美国股市长久存在一个现象：即在根据风险进行调整后，低市盈率股票的收益仍好于整个市场的平均水平；而高市盈率股票的表现却比市场平均水平差。但深沪股市的目前情况就未必完全一致。有兴趣的人不妨研究一下。

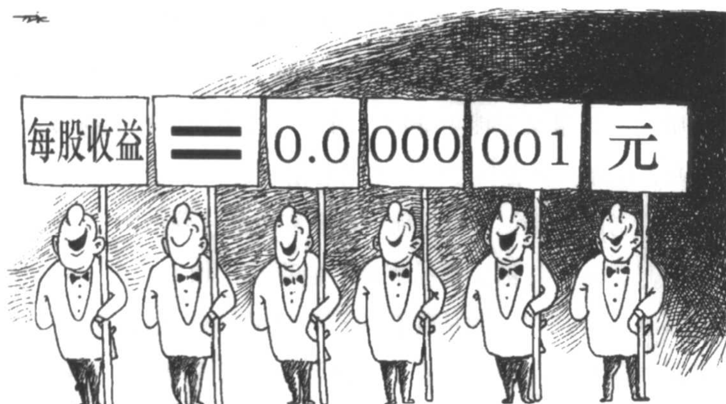
“最简单的常常是好用的”，用这句话来形容市盈率这个投资参考指标是比较合适的。

因为简单，所以好用，因为好用，所以广泛，因为广泛，所以有效。

---

① 参阅 Aswath Damodaran 所著的《Investment Valuation》(投资估价)一书(p258)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



微利时代

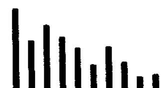
把握今天的价值

公司财务中关于企业项目投资决策方面，有不少技巧值得股票投资者借鉴，其中最经典的当属净现值决策法。

所谓净现值，就是将某个项目或整个企业未来和现在的所有现金收入和投入，都按照合理的预期利率，折算到当前(或精确到今天)的总价值，称为净现值。这个净现值大于零，说明该投资项目在扣除时间成本后还有盈利，如果等于零，说明收益水平刚好可以支付时间成本，如果小于零，那就可以理解为是“一庄赔本的买卖”。具体的计算方法无非是加减乘除，但真正操作起来是比较复杂的。其关键的难点还是在于“今天”说“明天”的事情，哪有准儿呢?

计算上市公司的净现值大致可以分以下几步：首先是估算企业未来的现金流。一般采用分段式，例如前 5 年(或 10 年)为预测性高的第一段，以后为第二段。分析者需要推算企业未来每年的现金流入和现金支出情况。这些推测都是基于对公司现状和发展趋势的详细分析，而且必须包括所处行业的发展趋势和竞争格局。券商、基金、投资银行等机构的分析师们大多在干此类工作，**作为投资者而不是分析师，应该尽可能地使用他们的劳动成果，而大**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





可不必事必躬亲。只在重点投资品种上多花些力气就可以了。令人遗憾的是，有时连企业的老总和财务总监都未必敢预测自己企业未来几年的现金流情况，分析师们的结果又怎能可靠呢？对于一些不确定性很高的公司，市场波动大的行业，保守投资者自然应该慎用此招。

第二步是恰当的估算企业的当前价值和未来的“残值”，[①] 或者说是将来的命运。看起来，未来好像更不易捉摸，但事实正相反。由于企业最终的残值折现后的影响不大，相反倒是现在的资产状况将对企业净现值有很大的贡献。有些公司当前账面资产中就有很大的泡沫或隐藏着一些真正有价值的东西，这常会给企业价值估算带来很大的偏差。

第三步是确定折现率，也就是折现采用的利率。这同样是对未来的估计。不过，投资者不妨用主观一些的预期收益率来替代。例如，投资者对于每年有高出国债利率的收益就满意了，那么站在 2003 年初的时间点上，当时的 10 年期国债利率大约为 3%，那么可以确定 3－4% 之间的数据作为折现率。

至此，数据已经具备，剩下的就是计算了。依据最好理解的公式，分别将每年现金净流入(流出用负值表示)除以利率因素，再总体求和就可以了。

$$PV = PV0 + PV1/(1+r) + PV2/(1+r)^2 + PV3/(1+r)^3 + \cdots\cdots + PVn/(1+r)^n$$

公式中的 PV 代表净现值，PV0 代表当前资产价值，PV1 代表 1 年后的现金流增加值(即未来一年内现金流入减流出后的净值)，PVn 代表测算期末的现金流增加值，其中包括残值处理后的现金回收。

按理说，行业分析师们每天都应根据最新的信息来计算企业的净现值，尽管模型和参数选择略有差异，但结果是具备普遍参考意义的。投资者大多可以在此基础上继续分析。不过，据笔者的了解，2002 年以前，券商的研究人员中，坚持认真干这工作的人并不多，原因首先是企业的真实数据很难搞到，更主要的是市场主力资金也不太重视对企业真正价值的挖掘，因而随意

① 原财务意义为一项资产最终报废或处理时所剩下的价值，这里指折现估算期末，企业资产的大概价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性很高。此外，行情好了，一些分析师自己还需要盯盘做股票。因为他们也觉得，做研究报告的个人收益很遥远，折现后没有多少价值，而根据一些消息，在行情中捞一把可是增加自己腰包净现值的最佳捷径啊！

除分析师之外，负责包装股票上市的投资银行家也是现金流预测的高手。如何把一个企业的价值评估到最高，是他们的责任。所以，想要真正了解现金流预测与企业真实价值的差异程度，最好的办法，就是拿投资银行家们编出来的盈利预测与后来的实际情况认真对照，有的可能还只是第一位数据上的不同，有的可能连符号都搞反了。

很多国内投资者敬仰的巴菲特，其实现投资理念的一个核心技术就是计算企业净现值。他收集目标企业的资料，计算出企业的净现值，然后与企业当前的市价进行比较。如果企业整体市价接近甚至显著低于企业的净现值，那么就列为买入对象，当两者的差距大于自己设定的安全边际时，或者说打出足够的余量后，巴菲特就会买入并长期持有。正是基于此，巴菲特投资的股票大多为利润稳定的行业，便于准确地预测未来现金流，而且，他还与公司的高层建立密切的联系，以便更充分地了解公司的信息，不断调整对企业的估价。

俗话说，“一招鲜，吃遍天”。如果以巴菲特为榜样的话，真把企业的净现值投资方法操练得炉火纯青，那么一定也会收益不菲。当然，仅本书这里的通俗介绍是远远不够的。

两堆狗屎

在分析上市公司的投资价值时，必须事先搞清楚一些容易混淆视听的概念。为了避免枯燥的定义，先转述一个网络上曾经流行的笑话：

有两位天才经济学专家，他们经常为高深的经济学理论争辩不休。一天饭后散步，为了某个数学模型的证明，两位杰出青年又争起来，正在难分高下时，突然发现前面草地上有一堆狗屎。甲专家就对乙说，如果您能把它吃下去，我愿意出五千万。五千万啊，这诱惑可真不小，吃还是不吃呢？乙掏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出纸笔，进行了精确的数学计算，很快得出了经济学上的最优解：吃！于是甲立刻划了一张五千万的支票给了乙，当然，乙的这顿加餐吃得也并不愉快。两个人继续散步，突然又发现一堆狗屎，这时候乙开始剧烈反胃，而甲也有点心疼刚才花掉的五千万。这时乙专家突然说，您把它吃下去，我也给您五千万。甲使用了不同的计算方法，但结论相同：吃！甲专家心满意足地收到了乙专家开出的五千万支票，而乙似乎也找到了一点心理平衡。可突然，天才们同时纳闷起来：闹了半天我们什么也没得到，却白白各吃了一堆狗屎！这有什么经济学意义呢？他们怎么也想不通。正在此时，旁边目睹这一切的一位穿制服的年轻人走上前来，向二位学者说，“二位尊敬的经济学家，我代表祖国和人民感谢您们，您们仅吃了两堆狗屎，就为国家的 GDP 贡献了 1 个亿的产值！尽管如此，按照规定，我代表税务机关向您们征收每人一千万的个人所得税！”

这是个网络笑话的改编版，它把产值与利润的差别夸张地呈现在了大家面前。这一区别在分析上市公司时同样重要。有的企业规模不大，但利润丰厚，而有些企业，一年的销售额或者产值很大，但利润却少的可怜。作为企业家，利润和产值都有理由关注，因为一个代表效益，反映企业的当期成绩；另一个代表市场，反映企业的长期实力。但作为投资者而言，利润似乎更重要一些，因为销售额即使占到了 50% 的市场，但如果不能带来垄断利润的话，对于投资者的意义仍然是水中望月，风光的只是企业老总。

产值与利润的概念区分并不难，很类似股民投资中交易额与赢利的关系，交易额做大，是给券商打了工，而盈利才是真正属于自己的收获。理解了这一层，那些自称高手并免费操盘直到赢利的口号，对于您也就不再具有诱惑力了。①

回顾身边社会发展的过程，可以发现人们生产指标的确定，是一个逐步从“重形式”走向“重内容”的过程。先有“出工不出力”的现象，后有“只重产量，不重效益”的问题。再后来，人们对效益也做了更深入的分

① 有些非正规的咨询公司以免费操盘为诱饵，通过打交易量返佣金或给自己股票托盘等手段非法牟利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析，提出了创值的概念。大家都知道借债是有利息的，但上市公司常常不考虑股东投入的资本成本，所谓创值概念，就是把股东投入的成本也考虑了进来。通俗些讲，如果上市公司对股东的年回报率还不及无风险的国债利率(或储蓄利率)，那么对于股东而言，对于该公司的投资就是亏损的，即没有创造价值，而是消耗了价值，甚至是在毁灭价值。

上海财经大学和英国布鲁内尔大学在2001年初曾公布了一项联合研究成果，[①] 依据2000年之前的年报数据，他们发现，深沪上市公司中有70%的企业并未给投资者创造价值，这些企业的利润实际上是“购买”来的。研究指出，在这种市场中，理性投资的选择必然是投机而非投资，因为当时环境中，选择理性投资，没有可预期的收益，更难以真正获得企业创造的价值。

短线还是长线

在认识投资对象一节中，我们已经粗略地讨论过如何分析上市公司年报的问题，这里就财务和会计问题做一些深入的探讨。

投资者对公司财务报表的分析，与财务会计人员是不同的。投资人没有必要关心报表是如何制作的，而需要关注的则是财务报表中能否反映出公司未来的业绩趋势和投资风险，研究过去的财务数据的目的只有两个，一是了解公司，包括过去的业绩、行业的状况、公司资产的当前状况，以便于对该公司的股票进行估价；二是发现一些其他投资者尚未获得或未被重视的有价值信息，以发现潜在的投资机会和风险。这两个方面对投资决策都有参考意义。因此，在深入分析公司财务之前，首先应该明确，对该公司股票的预计投资周期。当然有时也需要认真分析后再决定投资的周期。但下单子操作之前，必须明确这个前提。

投资者经常听到也经常谈到周期的问题。为了明确概念，笔者约定在先，短期(短线)为3个月内的投资，3年以内为中线投资，3年以上的为长线

① 参见2002年3月1日的《经济日报》五版“七成上市公司未给投资者‘创值’”一文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资。超过 10 年的为超长期投资。有些投资者的投资周期在 1 周之内，可称为超短期投资，对于这样的股票投资行为，详细的财务分析就不是十分必要的了。

在投资决策的前后，公司财务分析都是需要的，但对于一项 3 个月的投资和一项 3 年的投资而言，所做的财务分析的重点是完全不同的。对于短期投资，分析的关键是这 3 个月内公司财务方面是否存在预期的变化或突发性财务危机的可能性有多大，为安全起见，3 个月的投资一般关注周期为半年，需要关注的内容有：

1. 期间是否有公司财务报告的发布或可预期的分红公告以及计划中要实施的融资方案
2. 公司近期是否可能出现重大的财务丑闻和财务惊喜
3. 公司最近是否可能出现重组计划和信息
4. 以往公司财务的稳健性
5. 公司业绩的市场形象
6. ★公司近期是否有重要资金往来
7. ★公司近期是否有重要人事变动
8. ★公司财务制度和财税政策是否发生变动

这些内容大多集中于对突发信息的预防，以及对可预期事件影响的了解。

而 3 年以上的长期投资，其关注的方面则明显不同：

1. 熟悉了解公司所处行业的现状、问题、发展前景和突破口
2. 了解企业主要产品的特性及市场份额及口碑
3. 分析公司业绩的周期性和趋势性
4. 分析公司发展中的融资现状和未来需求
5. ★结交了解公司的会计师、审计师或投行人员，认识公司董事和高层管理人员
6. ★尽可能去公司实地考察，了解企业实际情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. *行业竞争对手状况以及对该公司的评价

8. *了解公司与信贷银行之间的关系

以上带*的部分一般是机构投资者，或投资规模相当大时，才应当认真关注的内容。

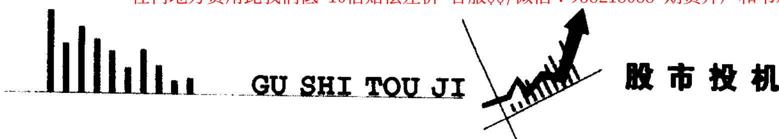
可见，短线和长线操作所关注的方面是迥然不同的，所以短线套牢后而转为长线投资则需要进行重新评估，不重新审视投资对象，仅仅为避免“割肉的痛苦”而将短线品种转为长线品种是需要冒巨大风险的。

重数字更重趋势

随着证券市场透明度的不断提高，信息传播速度越来越快，对于已经成为过去的财务报表，其中大部分信息的利好或利空的影响力，早已在市场中被消化吸收了。因此，公司报表分析的主要目的是预测公司下一步的发展。对于会计报表的项目，本书不再做具体的分项讨论，因此，缺少基本概念的读者最好有时间翻阅一些通俗读物或直接看看上市公司年报作为补充。

报表分析的方法可以大体概括为静态分析、趋势分析和同业比较三大类。其中静态分析，主要是指比率分析，其中比较著名的有杜邦分析法，其核心就是由净资产收益率开始逐步分解到各个重要的财务比率。做静态分析，必须了解这些财务项目的意义，特别是比率的计算公式，而且还要关注公式中各个参数的变化及可比性，否则不但分析的工夫白费，而且可能导致错误的结论。例如，每年年报披露完毕，证券类报刊上大多会有记者撰文对业绩做一番评析。常见的一个说法就是“每股收益为0.25元，比上年增长25%”等等。这里的增长比例完全可能是一种误导。就整个市场而言，大量的新股上市，自然会拉高当年的每股收益，其次原公司的配股或增发会大幅提高公司净资产值，从而轻易提升每股净资产值，只要净资产收益率不下降太多，每股收益就会上升。就个股而言就更没有意义了，例如去年每股收益为0.20元，如果公司当年进行了10送10，那么今年的0.25元每股收益可以复权为0.50元，实际的增长幅度是150%，而不是25%。可见，搞懂财务指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标的本意是非常重要的。

不同行业指标数据的合理范围各不相同，所以仅单个地分析是不够的，还需要横向比较，与行业的龙头相比，与行业的平均值比较，由此判断公司在整个行业中的地位和竞争实力，这种分析需要十分细致的工作。通常，主要财务指标的比较是不够充分的，只能得到非常粗略甚至未必可靠的结论。例如在盈利能力比较方面，除了对净资产收益率、主营业务利润率等进行比较外，最好还要对具体产品的毛利率做些比较分析，相同产品的盈利水平才更准确地反映企业的竞争力，同时还要参看该产品在主营收入中的比重等。在 1999 年年报中，一些上市公司在投资收益项的获利丰厚，这种因素提高的盈利能力是不易长久的，靠 1999 年“5·19”行情提升业绩的上市公司，等到了 2001 年的大熊市里，泡沫自然就会破灭了。

趋势分析是自己跟自己比，在预测企业发展方向中往往更具有指导意义。连续几年的指标变化趋势是非常直观的。相对于分析股价而言，财务指标趋势的分析并不复杂。笼统地说就两个结论，一是趋势将延续，二是趋势将反转。企业自身的业绩趋势以及整个行业的景气周期一般是比较长的，少则 3～5 年就火一阵子，多则数十年也不见起色。因此，投资者有足够的时间对此进行缜密的研究和操作。作为长期投资者，特别是机构投资者，分析企业和行业的周期性波动，并依此进行投资是比较有效和安全的，当然还需要把握介入的时机。

花大量的时间寻找股价处于底部启动阶段的股票，对个人投资者比较重要，寻找景气度处于底部启动阶段的公司和行业，对于机构投资者就更为重要了，因为单个股票的进出远不如在行业和板块上的进出容易。此外，趋势分析中一个需要特别小心的问题就是报表前后的可比性，由于财会政策的变动，折旧方法的调整，有时上年的数据与今年是不可比的，这种情况下需要调整历史数据，这会使趋势分析更加复杂化。

其实，上市公司公开信息的分析内容是大大超出报表分析范围的，报告中还包含着大量信息，从中可以了解公司的自然资源、人力资源、企业文化、公司战略等许多无形而又重要的基本面。这些方面的分析中，最关注的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样是趋势的判断。一个进入巅峰阶段的企业家团队，所面临的下一个阶段很可能是刚愎自用和扩张的狂热，一个资源耗尽的企业，下一步也可能是绝处逢生的资产重组，这些变化中最需要把握的无疑都是趋势的延续和反转。

当然，费这么大力气去分析公司报告中未必真实的数据，有时真不如去公司转转和管理层聊聊，或干脆直接花钱打探些消息，这就是现实中一些主力的做法，但中小投资者很难做到。如果你在股市的投资比较大且又是长期投资，那么自掏路费去参加一下所投资企业的股东大会，或许会有不少的收获。



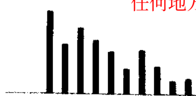
秘密会议

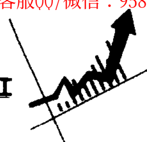
投资者火眼金睛

对报表的研究是基于真实性为前提的，如果年报、中报内容都是假的，那么上述的努力可能正中了某些人的圈套。判断报表的真实程度，对于一般投资者而言是很难的，即使是专业的分析人员，也不是总能百发百中的。

比较有名的一次，就是中国财经大学财经研究所研究员刘姝威与蓝田

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





(600709)的案例。[1] 刘姝威根据蓝田股份公布的财务报告分析认为，该上市公司已经成为一个空壳。她的600字短文《应立即停止对蓝田股份发放贷款》，引发了蓝田神话的彻底破灭。为此，刘女士事后还出了一本书——《上市公司虚假会计报表识别技术》，书中为投资者传授了5大绝招，即：静态分析、趋势分析、同业比较、基本面分析、现场调查，并做了详解。

对于投资者而言，甄别上市公司报表的真假不是也不应是本职工作，不必也不可能成为这方面的真正专家，不过面对造假成风的股市，了解一些预防手段还是有必要的。有些手段并不需要丰富的财务知识，甚至是些人之常情。

例如，对于可疑的报告，可以查证一下负责报告审计的会计师及其事务所的可信度。是否有过“前科”，或者是否首次审计此公司。一般而言，以下几类情况如果存在，报告的可信度应大打折扣：反复换审计师的报告；舍近求远聘请会计师；审计费用出奇高，或变化异常；久拖不决的审计报告。有时甚至只要看看股价走势，就可以明察秋毫。例如1999－2000年的亿安科技(000008)和中科创业(000048)的股价走势，再与其业绩和当时的评论联系在一起看，只要头脑不发烧，几乎是秃子头上的虱子——明摆的。对于这类股票根本没有必要进行财务数据分析，真正要做的只是与庄家的博弈分析和投资大众的心理分析。

此外，对于投资较大的决策，一个最偷懒的办法，就是想办法找到与公司财务关系密切的人员或十分了解公司状况的人员，从侧面证实一下公司公开财务报告的水分比例。这种“土招数”，有时是很灵的，这也是许多投资者偏好本地企业的缘故。例如，北京人想预计西单商场的业绩，多去西单逛逛街不就得了？

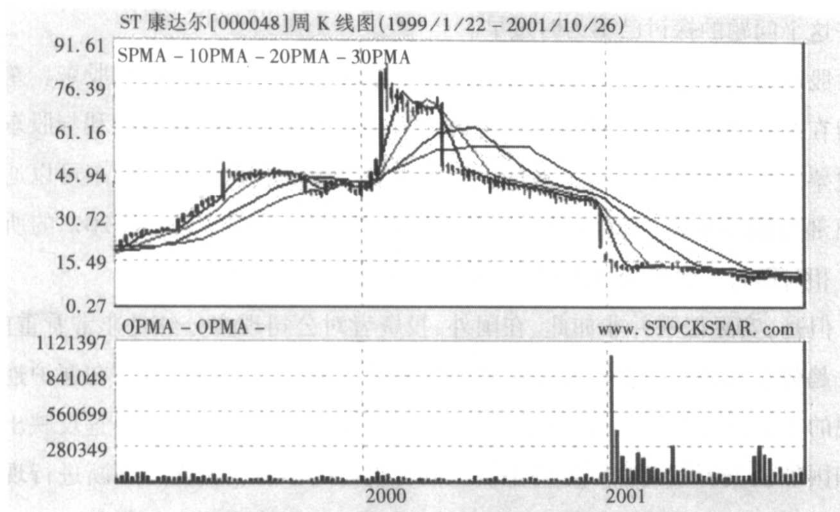
---

① 2001年10月26日，中央财经大学研究员刘姝威在供各银行行长阅读的《金融内参》上，发表题为《应立即停止对蓝田股份发放贷款》的文章。此后，几乎各家银行均停止贷款。2002年1月12日，因涉嫌提供虚假财务信息，蓝田股份公司现任董事长保田、总会计师、董秘及7名中层管理人员，被公安机关拘传接受调查。至此，各界对于蓝田制造虚假业绩的种种质疑，终于得到证实。

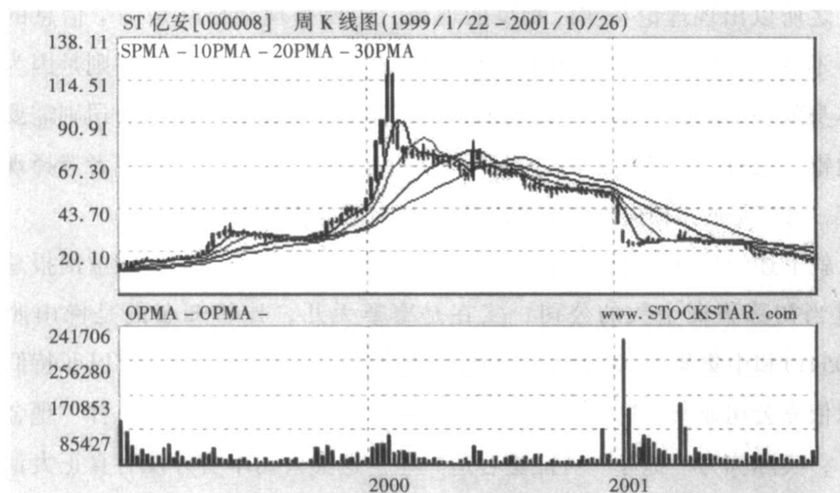
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中科创业 1999－2001 年的周 K 线图



亿安科技 1999－2001 年的周 K 线图



* 上述周 K 线图使用证券之星网站制作。

分红就是好股票吗？

如果成熟和理性投资者主导市场，公司的分配政策特别是现金股利政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就变得相当重要。投资不就是图个回报吗？分红本应是最重要的回报形式。也许这个问题的探讨已不为时过早。

股利分配是指在公司赚取的利润中，拿多少作为红利发放给股东，拿多少留在公司继续投资。财务理论告诉人们，公司是否发放现金股利与股东所持股票的公司价值是没有关系的。公司盈利会带动股价上扬，股东可以通过卖出部分股票取得现金回报。而且，现金股利的发放需要交纳 20% 的所得税，相对而言，股东通过卖出股票而兑现股利的成本更低。[①]

但是，实际似乎并非如此。在国外，投资者对公司现金分红是非常看重的，这一趋势在深沪股市里也有逐步加强的迹象。据有关资料介绍，[②]在深沪连续派现的上市公司中，有 60% 以上的公司是发行了 B 股或 H 股的，这反映出香港和国外投资者对现金分红的重视。而且，平均而言，有能力不断进行现金分红的企业，大多业绩优良。尽管，因果关系正好搞反了，但投资者却就是喜欢反着理解，公司也只好屈就了。

之所以出现理论与实际相反的现象，主要是现金分红是一个信息的传递。不分红的公司中，有的的确可能是真有好投资项目，可有些则是因为利润本身就是虚的，根本没有真实的现金正流入。而发放现金的公司则需要真金白银，没有一定的实力的公司是不容易做到的。所以说，投资者选择现金分红，其实是通过损失近 20% 的税款，来求得信息的真实性。

就上述的分红意义而言，深沪股市中能够连续现金分红并现金回报总数超过当初募集资金数的公司，实在是寥寥无几，比较知名的是佛山照明(000541)和中集集团(000039)。对于这样的公司，或许中国的“巴菲特们”可以依靠公司业绩收回投入了。但是，深沪股市里还存在着另一种“现金分红”，实际称为“掠夺”可能更合适一些。这类公司本身并没有真正大量的现金利润，但是却不断从流通股股东手里高价融资，然后高额地进行现金分红，这样，非流通股股东(大多是 1 元钱 1 股的成本)很快收回了投资。对于

---

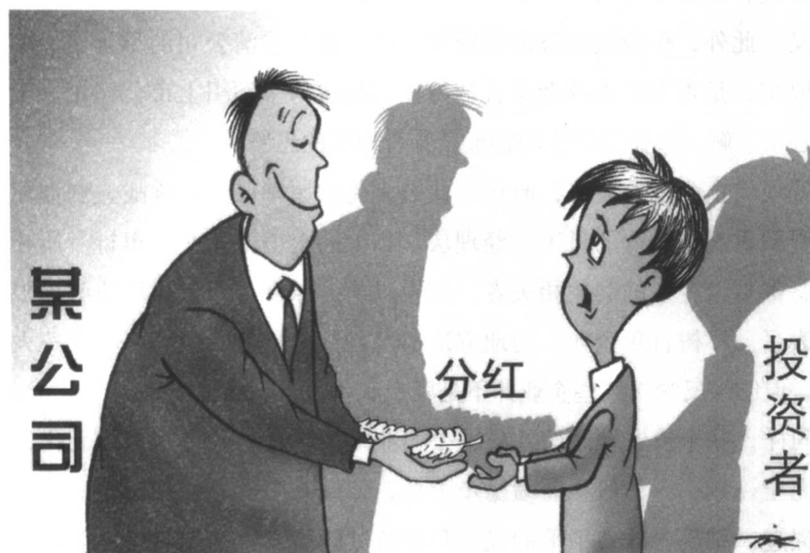
① 在不交纳资本利得税的情况下或资本利得税率小于个人所得税的情况下是这样的。

② 参见《“高派现”现象中的冷思考》一文，作者航空证券李峰立，出处：http://www.people.com.cn/GB/paper66/5653/576204.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的公司，流通股股东整体上如果不具备控股权，最好敬而远之。例如，2003年招商银行想发百亿元债券融资，基金公司通过借助媒体极力反对，最终取得了某种和解。而相比之下，买了用友软件的散户投资者连个“吱声”的机会都没有，就只能眼看着大股东把现金提走。这或许正是需要大力发展机构投资者的积极意义。除了现金分红外，还有股票红利的形式，即送股。尽管非现金红利与现金红利相比没有多少财务意义，但被市场投机气氛所利用后，却能创造比现金红利更大的效应。10送10，有时搞成10转增10之类的把戏，很有点像朝三暮四的成语故事。[①] 只不过被耍的和耍人的都是人而已。

尽管分红从理论上意义不大，但分红行情与配股结合起来，加上包销券商的掺和，股价往往会起不少波澜，是投机者们值得花大力气研究的典型行情。



意思到了

① 大意为：一人养猴，早上给3个桃子，晚4个，猴子不悦，遂改为早4个，晚3个，猴子大悦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁的利益最大化

企业的发展目标是"股东利益最大化"，这是公司财务理论的一个重要假设，大部分财务理论和分析手段都基于这个假设。可惜这个假设在现实中也并不总成立。特别是在公司监管不严、内部人控制现象严重的市场中，这个假设就更歪到一边去了。

就财务分析而言，是非常花力气的一项工作，一般不是下大赌注或长期投资的职业投资者，是不必要对股票进行全面彻底财务分析的。更何况，分析方法和手段的前提假设常常不成立，分析报表的真实性不能确定，其分析的效果就更令人担忧了。而且分析的都是过去的数据，而一夜之间公司可能更名改姓，脱胎换骨。财务分析的有效前提是，公司连续经营、会计政策稳定，而且管理层是为股东们服务的。这些假设不成立，财务分析就很难真正有意义。此外，作为流通股的投资者，还一定要看清公司的母公司，或者是控股股东，是否有实力或者是否舍得让其他机构来领引上市公司走上正轨。所以必须了解一些控股股东的特征及其管理层的思路。

就现代企业理论而言，股东利益最大化的原则已受到挑战，利益相关者日益受到重视。企业的员工、经理层、相关的上下游企业、银行及所在社区等等，都是大企业的利益相关者。如果以此为原则，企业的价值就不限于财务报表了。"树百年企业、为地方造福"之类的口号，虽然未必真花大力气执行，但已经反映出某些企业并不是股东利益最大化的信奉者。

同样，基于投资理念的差异，公司业绩最好化与股价收益最大化，也不总是完全一致。有的股票业绩稳步上扬，但没有多少悬念，就未必吸引投机者的兴趣。相反，收益平平的股票只要波动频繁，也常能吸引众多的投机者参与。

企业是整个国民经济的细胞，是社会的重要组成部分。对于在当地大多颇有影响的上市公司而言，其生产经营也难免受到当地的社会、人文、自然等种种环境的影响。在深沪股市中，也先后有人提出过"湖北公司为什么都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造假？”、“济南上市公司怎么都亏损”之类的说法，虽然有些形而上学，但相关的现实已经反映出，一地的外界环境对上市公司有深远影响。因此，从这个意义上讲，如果是个人投资者，选择投资的公司又非常有限，那么不妨青睐一下自己熟悉的本地股，因为这样比较容易了解公司的外部环境。**如果对当地公司都嗤之以鼻，那么也不必把不了解的异地公司想得太好。把朦胧当魅力，这是多数人的弱点。**

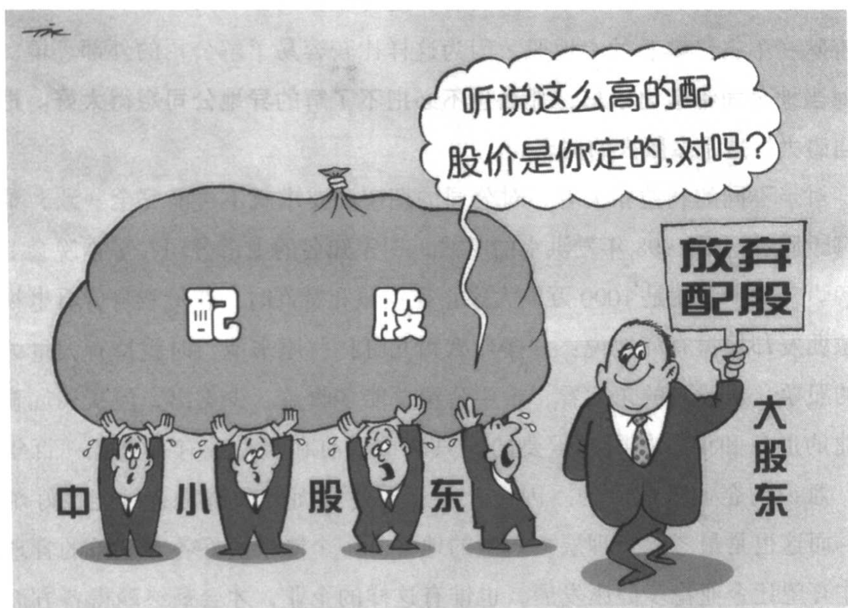
对于不同的利益相关者，对公司的期望和要求就不可能完全一致，难免会有矛盾。记得1998年发洪水的时候，一家知名的上市公司在募捐晚会上慷慨解囊，一出手就是1000万，大家正在钦佩和赞许时，在笔者身旁看电视的一位朋友却振振有辞地说：“摆什么阔儿呀！”原来他当时就持有大量该公司的股票。从股东的角度看，希望公司总能多收益、少支出，但从长远看，企业的形象和信誉是同样重要的。只注重眼前利益，没有一点儿“百年老店”意识的企业是危险的。因此，长远看各方面的利益是有可能很好统一的，而这也是最考验管理层大智慧的地方。一个能平衡好各方利益的管理团队才有望让企业稳步健康发展，也惟有这样的企业，才会最终赢得各方面的关爱。

虽然本节没有对财务分析的具体方法做详尽介绍，但对整个框架、要点和难点都做了点到为止的论述。读完本节，您可能发现上市公司财务分析，是一项比较专业化的工作。因此，作为投资者，特别是职业投资者，尽管可以没有专业背景，但本节所涉及的大部分内容应该可以理解和领悟，否则，最好不要选择基本面分析作为自己的主要选股策略。要么，赶紧去“恶补”一下相关的知识与技巧，至少，对企业资产的折旧方法、存货、应收账款等的计提、待摊费用的含义等等都知晓一二，对于工业、银行、商业的财务分析差异也有一个概念，不然，您即便选择理性的价值投资，那也只不过是被主力炮制的价值概念牵着鼻子转圈而已。

最后，笔者想再次提醒那些信奉基本面分析方法的投资者们，所有财务分析工作的一个前提假设是，公司业绩对公司股价有正相关性，并认为公司业绩是可预测的、可挖掘，且信息传播是有效的。所以当这些假设并不成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立的时候，也就没有必要太信奉财务分析的结论了，特别是在短期投资的情况下。



老大说了算

理想主义者的假说



证券市场的基本理论，是近30年来经济学理论中发展最快的分支，有好几位经济学家还因研究证券市场基本理论获得了诺贝尔经济学奖。其中，股票市场有效性理论（EMH或称有效市场假说，Efficient Market Hypothesis）在现代证券理论中占有非常重要的地位，甚至可以说是当前指导股票投资的最经典的理论，这里的“经典”并非指时间的久远，而是指应用的构架完美、应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用的广泛和信徒的众多。如果您想成为股市职业玩家，那就不能对此一无所知。

笔者以为，所谓有效市场性理论，其根本在于三个假说，依据这三个假说，就建立起了这个目前最系统最科学的理论体系。可是，自 1965 年由美国学者法码(Fama)正式提出有效市场假说后，近半个世纪来，围绕有效市场假说的争论就从未停止过，这些争论不仅使得有效市场理论和实证研究不断完善，也促进了相关投资学科的蓬勃发展。①

伟大的理论、“荒诞”的假设

如果有人想要了解有效市场理论，自然首先要从作为该理论基石的三个假说谈起。如果有人想要推翻或质疑这个理论，最好的切入点也是这三个假说，下面就来看看这些假说的由来。

有关公司财务分析的知识发展已久，公司基本分析的投资方法也逐渐为市场所广泛接受，于是投资者大多认为，一般情况下，上市公司在大股东的驱使下，将不断追求最大的利润和保持稳定、健康的财务状况。许多市场预言家因此企图预测股票市场以及个股的走势。然而，十九世纪六十年代末期，让预言家懊恼的是，市场有效理论在学术界冒了出来。这个理论的主要观点是：许多投资者不断收集和分析关于公司及其证券的各种信息，这种信息充分散布的情况下，假如投资者认为某种证券的价格被高估，他们就会抛出它或者不买它。相反地，假如投资者认为某种证券被低估，理性的投资者就会购买它或者持有它。由于这些投资者的竞争行为，股票的最终成交价格也就基本上反映出了投资者的共识，这就是股票价格形成的过程。

据此，这个理论提出了三个假说作为前提。第一个假说是：投资者能够根据充分的信息来进行交易。这些信息是随机出现的，它们影响着股价，股

① 本节中部分资料来自“我国股票市场有效性的理性认识(兼论新兴股票市场发展的战略选择)”一文，作者为包建祥、祝小兵，原文链接：http：//www.ol.com.cn/finance/topic/woguogu-piaoshichang.doc。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价也反映出信息,因此不合理的价格将被很快消除。第二个假说是:所有投资者都是理性的,都是厌恶风险的,都是懂得概率知识和投资组合理论的,并且一贯理性地以这些理论指导投资实践。第三个假说是:资本市场上是没有摩擦的。也就是说,没有交易费用,信息的传播非常快,且可以忽略信息获取的成本。

结合我国实际看，这些假说几乎都可以评价为“脱离实际、一厢情愿”。1965 年的美国股市尚且不够理性,刚刚十多年历史的深沪股市,其实际情况就更是相去甚远。深圳交易所综合研究所 2002 年初公开的一份调查研究报告①显示,深沪股市的个人投资者中 70% 以上没有接受过正规高等教育,更不用说精通概率计算和投资组合原理了。而且,当时对于个人投资者而言的买卖交易成本在 1.5% 以上,如果一年做五次全额投资,光交易成本就在 7.5% ,这无论如何都不是一个可以忽略的百分比。至于信息成本方面,就连证券监管部门三访一个上市公司都曾搞不清是否存在严重造假,更何况普通个人投资者乎!?

所以，就 2001 年以前的深沪股市而言，可以说，市场有效性理论的三个假设中，都是站不住脚的，且没有一个是严格成立的，这也是理论难以指导实践的原因所在。在详细探讨理论的内容之前，笔者之所以把这一理论的软肋予以揭示，目的就是希望读者不必过于纠缠理论中复杂的数学推导和严谨的逻辑判断，因为这些目前均无实际意义。

条例清晰、推导严谨的有效市场理论和相关模型是理想主义者们梦寐以求的东西，是一种理性竞争所达到的均衡状态。尽管现实的市场并非完全如此，但这个理论仍然有着十分重要的意义。这就如同我们这个现实世界中，几乎不存在没有摩擦的地方，但是了解和研究无摩擦状态下的匀速运动，对于物理学仍然是非常有意义的。

有价证券的投资组合

在探讨过“鸡蛋和篮子”问题后，再来理解理想模式下的投资组合模式

① 《中国股市个人投资者状况调查》，作者：陈斌、李信民、杜要忠，出处：http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2002-05-10/571541.PDF. 下载日期：2003-6-6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不是很抽象了。

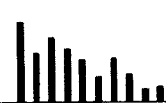
在理想主义者们设想出来的市场中，假设各种股票的特性都可以由预期平均收益率(即期望值)和方差来描述的。例如：X 股的特性可以表示为 X(E(r)，σ^2(r))，其中 E(r)代表预期平均收益率，假设为 15%，σ^2(r)代表预期收益率的方差，假设为 1%，则 σ(r)为 10%。对此可以理解为，对 X 股的投资可以预期有 15% 的收益率，但收益的波动幅度为 10%，所以收益的波动范围主要落在 5% -25% 之间。

投资组合所面临的问题是，当出现多个股票时，其收益和风险各有千秋的情况下该如何选择，而选择的目的主要是平衡风险和收益，以符合投资者自己的风险偏好。例如有两只股票，X(15%，1%)，Y(30%，4%)。X 股票的预期收益率的期望值低一些，但不确定性小些，而 Y 股票的预期收益率的期望值高一些，但不确定性大一些。这种情况下该如何选择呢?

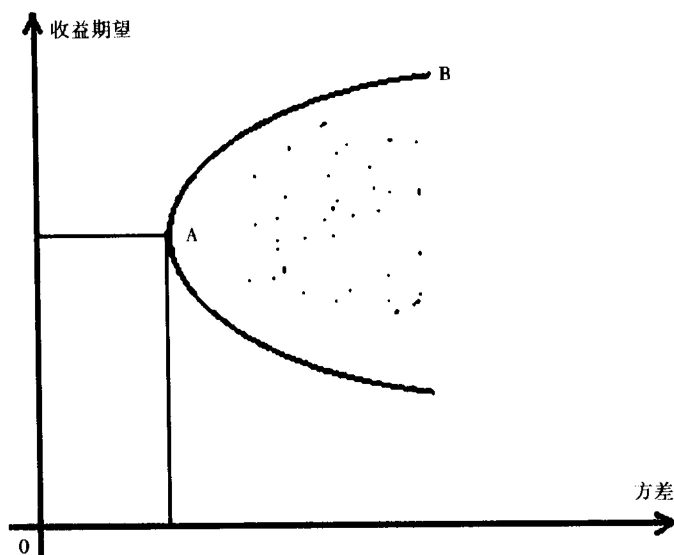
有价证券的投资组合理论对人们投资选择的假设是，收益相同的情况下，选择不确定性小的投资，不确定性相同的情况下选择预期收益高的。在此假设下，投资组合的预期平均收益率和方差之间的关系呈现出一个弹头型的曲线。即存在某个组合方案(下图中的 A 点)，可以使投资收益的不确定性最小。专家告诉人们，理想的组合选择方案，可以根据个人偏好，在 A、B 之间的粗线上选择，其中的每一个点都代表一种投资组合的方案。通俗地理解，不怕风险者，尽量选择靠近 B 点的方案，因为那里代表的收益率期望值较高，厌恶风险者可以选择 A 点附近的方案，那里的不确定性最小。而且，从理论上讲，可以根据各股票历史数据，计算出预期的平均收益率和方差，以及各股票之间的关联性，这样就可以精确地计算出投资组合方案中，各股票的组成比例。说到这里，股票投资似乎已经变成了数学家和计算机的简单劳动。

遗憾的是，由于前提假设条件过于苛刻，这类计算在实际应用方面的效果并不理想，否则数学家们早就发了财。一个最基本的问题就是，根据历史数据计算出来的预期平均收益率和方差，与股票未来的真实表现，往往相差太大。不过，科学家们做这些假设是必须的，否则就根本无法着手研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net







对于实际投资，组合理论还是具有指导意义的。首先是系统风险和非系统风险的概念。专家的结论是，选择多种股票进行合理组合后，投资者可以避免个股的风险(即非系统风险)，但是对于整个市场面临的风险(系统风险)是无法通过股票组合来避免的。如下图所示，投资组合的风险随着组合中股票数量的增加而逐步降低，这可以理解为，组合预期收益率的不确定性逐步降低。

其次股票的关联性在选股时也需要重视。两种股票之间的关联性，专业术语叫协方差，是配置股票组合的一个重要因素。两个联动性很高的股票，只要选择其中预期收益率高的就可以了，而两个反向联动的股票组合在一起，收益会被平均，但好处是可以相互抵消一些风险。例如，旅游股和酒店股，在2003年春的非典危机面前，是齐跌的，相反，当时的医药股却连续上涨。因此，“旅游股”+“医药股”的投资组合方案可以降低组合面对非典的风险。在突遇不测风险时可避免较大的损失，当然也失去一些反向的机会。在实际投资中，被动型投资者大多需要采用投资组合策略，选择一些不相关和负相关的股票，构成一组股票组合，长期持有，以获得预期收益。不过，如果股市整体遭遇熊市，投资组合策略是发挥不了作用的。2001年至2002年的深沪股市中，基金几乎全军覆没、颗粒无收便是这个原因。由此也不难发现，对于股市的整体风险，采用被动投资的证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



券投资基金在理论上是跑不赢大势的,所以如果您想跑赢大势,却选择被动型基金来投资,在理论上就等同于缘木求鱼。

从根本上讲，投资组合策略的实质就是牺牲部分可能的高收益，换来一个较小的不确定性，以此来回避个股风险可能带来的整体风险。

此外，一个投资人是否应该将全部资产投入到股市呢？这个问题与投资组合类似，但需要解决的是决定资产组合中风险资产与无风险资产的比例。这也完全取决于投资者的风险厌恶和偏好。不过，在实际操作上，如果股市的预期收益率远远高于无风险收益，而且再糟糕的情况都不至于亏损很多(*即预期平均收益率大于标准差时*)，那么毫无疑问应该全部投资于股市。作为职业投资者，如果能基本保证股市平均收益率大于10%，那么相对于3%的国债利率时，无疑应将全部资产投入股市，只不过，将一定比例的资金投放在所谓的“保本”基金和转债之类的低风险资产上就可以了。

CAPM与β

股市里投资，稍稍钻研一些理论的人，对于资本资产定价模型(CAPM)—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定会如雷贯耳。那么这个模型是如何给资产定价的呢？是否合理呢？让我们来看看投资学教授们研究的结果。

这次不妨直接看看模型的有关公式能告诉我们些什么：

$$E(r)=r_f+\beta(E(r_M)-r_f)$$

虽然乍一看有些唬人，但实际很简单。这里的 E(r)就是对个股的预期收益率的期望值，或者说是预计赢利的百分比，r_f代表市场中同期的无风险收益率，例如国债利率。$E(r_M)$代表整个股市的预期平均收益率。这里最关键的是β。β是个希腊字母，是有些英语国家的人用来显示自己学问的文字。它可以理解为个股与大盘之间的联动性，如果某股的β值为 1，就可以理解为大盘涨 1%，该股通常也将涨 1%，大盘跌 2%，该股也平均跌 2%。如果某股的β值为 -2，就可以理解为大盘涨 1%，该股通常跌 2%，大盘跌 2%，该股反而能涨 4%，当然这些都是概率意义上的。

这个公式告诉人们，一只个股的预期平均收益率等于市场中的无风险利率加上风险补偿收益率，即$\beta(E(r_M)-r_f)$部分，而这个风险补偿由市场预期收益率超出市场无风险收益率的部分乘以一个β参数。每个股票有自己各自的β参数，用以反映该股与大盘的某种联动性，可以根据历史数据计算出来。

模仿书本上的说法，举个具体例子。例如时间回到 1999 年初，我们对 1998 年的数据进行分析计算后，得到深发展的β参数为 1.5，当时市场上 1 年期国债的收益率为 3%，根据前几年的经验数据，专家预测 1999 年大盘的涨幅为 15%，那么我们年初投资深发展的 1 年期预期收益率可以是多少呢？

$$E(r)=r_f+\beta(E(r_M)-r_f)=3\%+1.5\times(15\%-3\%)=21\%$$

呵！有了这个公式，大家投资每只股票预期可以获得的收益率不就一目了然了吗？再假设年初的股价为 10 元，那么预计年底的复权价格不就应该为 12.1 元了吗？结果第二天，公司在股价为 10 元时，突然出利好说，业绩很好多分红，分红方案是每股 1 元，那么年底复权价理论上将为 13.1 元，这时深发展的价格应该上涨为多少呢？根据收益率的定义公式：

$$E(r)=(\text{预计期末价格}/\text{当前价格})-1=21\%$$

计算得到，当前价格应该为 10.83 元。这说明，当前深发展 10 元的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是低估的，预期平均收益率高于21%，买入后等着就可以赢利了。

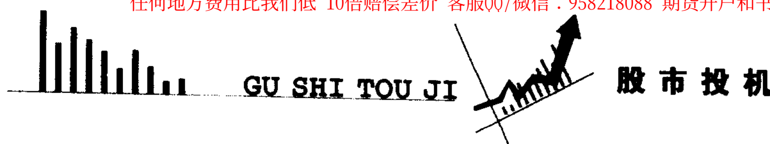
但是，只要操作过股票的投资者都会说："哪有这么简单！"那么这种定价模型在实践应用时问题出在哪里呢？

这个模型的公式里，无风险收益率 r_f 争议最小的，一般用当期最安全的债券投资收益率就可以，而且只要看看交易所相应的国债行情，很容易得到接近实际的数据。但是 β 和 $E(r_M)$ 就存在问题了。首先，β 是根据1998年数据计算出来的，$E(r_M)$ 实际也是根据1998年数据计算出来的，即便平均过去9年的市场情况，再加上专家的预测，但仍然无法保证这两个参数就能接近1999年的数据，即使两年的市场环境完全一致，导致年初的参数预测完全准确，也只是概率意义上的，完全可能出现偏差。所以这种用昨天的数据预测明天的事情，本身就存在一个"死结"。而且，就上述例子也是有些"荒诞"，例如，居然假设可以推测出预计的期末价格，并以此来计算当前价格是否合理，如果能够准确知道年底的收盘价，还有必要在这里费脑筋吗？再说，即便1999年大盘的预计收益率为15%，可是当年的"5·19"行情中，大家都只会坐电梯吗？可见，CAPM 与实际操作有相当的距离。而造成这一问题的根本原因仍在于 CAPM 的前提假设条件。

CAPM 的假设是：1. 投资者能够根据预期平均收益率和方差选择有价证券的投资组合。如果债券的收益可以预期还说得过去，而股票能够事先知道预期收益还要 CAPM 干什么呢？当然假设中涉及的有价证券组合已经超出了股票的范围，包括了各种风险程度的债券，并包括了股票的卖空操作。2. 所有投资者在同一个时期内，共同以有价证券组合的预期收益率概率分布模型来决策。这一点可以理解为，市场里都是精通概率知识和投资组合理论的专家，并且一贯理性地以此理论指导投资实践，这个前提同样荒诞。3. 资本市场上是没有摩擦的。显然，这些假设和有效市场理论的假设雷同，也是理想主义者简化研究方法的手段而已。

尽管上述 CAPM 模型有缺陷，但它还是为证券投资理论的后续发展奠定了重要基础。不信，问问金融学科班出身的从业人员，有哪个大学的老师不费时费力地在课堂上讲解 CAPM 呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场里只有“一个”价格

在一个农贸市场里，同样质地的大米，不可能出现两个悬殊的价格，原因在于，一旦出现这种情况，高价格的就不会有人买。如果交易量大，而且价格差距大，就会有人从低价位的摊贩手中收购，然后按照高价位卖出，以此获利。这种现象是常识，而其中利用差价，毫无风险地进行倒买倒卖活动的行为就是一种典型的套利行为。把上述概念引申到股票定价上，就推导出了套利定价理论(APT)。

该理论的核心就是“一价”原则，也就是说，只要存在无风险倒买倒卖的机会，就会有人尽可能地去套利，于是导致很快把价格拉平。如果一个股票同时在深沪两市上市，但价格不一样，那么套利者肯定会抛售高的一边，买入低的一边。在同一个市场中，最典型的例子较难找到，比较相似的是配股交款时，如果投资者不想参加配股，可老股票和配股之间又存在相当的差价，那么最好的办法就是认购配股，然后抛售掉等量的老股票，尽管没有直接赢利，但确实减少了损失。这种套利行为导致股价会向配股价靠拢。

套利定价理论与 CAPM 模型的最终结论是一致的，即个股的预期收益等于市场无风险收益率加上市场风险因素的溢价补偿。

所以只考虑市场因素的套利定价模型的公式为：

$$r_i = E(r_i) + \beta_{iM}F_M + e$$

这个模型告诉人们，股票的实际收益率 r_i 等于该股的预期平均收益率 $E(r_i)$加上市场因素造成的收益率偏差 F_M(即前述的市场风险补偿)与该股与市场的关联系数 β_{iM} 的乘积。公式中的 e 为一个预期值为零的不确定收益，可理解为噪音式的偶然收益。

在此模型上的多指数模型就给人更多的启示。多指数模型的公式为：

$$r_i = E(r_i) + \beta_1R_1 + \beta_2R_2 + \beta_3R_3 + \beta_4R_4 + \beta_5R_5 + \cdots\cdots + e$$

它说明，某股票的预期收益率 r_i 等于预期平均收益率 $E(r_i)$加上各个因素的风险补偿与关联系数的乘积。例如 R_1 为 GDP 的风险补偿受益率，β_1 为该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股与 GDP 指标之间的关联系数。至于这个多指数模型如何应用，由于这些相关因素和参数都难以确定，因此这些公式对于投资者而言仍然是纸上谈兵。

从实用主义角度讲，套利定价模型是没有多少指导意义的，但是无风险套利的概念却是非常有用的。作为理性投资者，如果发现市场中存在无风险套利的机会，那么毫无疑问应该去进行套利。作为职业机构投资者，这是一项最基本的操练。

今天来定明天的价格

期权定价理论是资产定价方面非常有意义的一个理论，笔者之所以推崇它，因为它可以给人一个全新的定价理念。但是，具体的公式和计算是比较复杂的，如果要详细研究一定要认真地阅读相关的参考书籍。这里只介绍一些值得记住的根本性原理。

如果要理解期权定价，自然首先要理解期权。期权最通俗的理解就是未来按照约定价格购买某项资产的权利。这种权利如何计算其价值呢？下面我们就以一个具体的股票看涨期权的例子来理解。

某股票当前的价格为 10 元钱，过去一年的波动范围大约在 8 - 12 元，市场提供一种期权，约定在未来的 1 年里，期权投资者可以随时按照 11 元的价格买入一份该股。当期市场的无风险收益率为 3%，那么这份期权的理论价格应该是多少呢？

根据公式计算，其期权价格大约在 0.6 元，也就是说，如果期权投资者花 0.6 元买入这个权利，那么在未来一年里有机会见到 11.6 元以上的价格时，就可以 11 元的约定价格买入股票，并以 11.6 元以上的价格卖到市场中。当然，万一能够有幸捂到 12 元以上当然赚得更多。

影响期权价格的因素有哪些呢？上述例子中已经可以看到一些。首先是行权价格（即约定的未来买入价格）和当前价格，即上述例子中的 11 元和 10 元，行权价格相对当前股价越接近就越有可能获利；其次是股票的波动幅度，越是上蹿下跳的股票，其期权价值越高，如果把上述例子中的波动幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



提高1倍，即上下浮动40%，那么期权的价格就可以上升到1.5元附近。第三，时间越长，不确定性增加，也会提升期权的价格。第四，市场的无风险利率主要是用来把未来行权时的价值进行折现，因此影响不是很大。但除了上述因素外，还有一个重要的因素是，期权定价理论中假设了股票收益率是正态分布的，而且未来期间与过去是一致的，所以例子中，根据去年的波动幅度来推算未来一年的波动状况，而这一点在实际中往往不是很可靠。

当一个期权品种挂牌交易时，根据期权的市场价格反过来推算方差参数，也就可以计算出市场投资者对该股未来波动幅度的平均预期。换而言之，在考虑供求关系之外，期权价格的波动反映出市场投资者对股票未来走势的一种心理推测。因此，在期权与股票同时交易时，投资者需要对期权和股票关联分析，可以推测市场对股票的看法。

经典期权定价理论的探讨到此告一段落，但如果把期权概念引申一下就会得到很有意思的结论。我们不妨假设，某股票的行权价格与当前价格一致，市场利率低得可以忽略，而且可以按照市场无风险利率融资(或透支)，这种情况下，就可以将股票定价问题转化成某种期权定价问题。好钻研的读者不妨研究一下。

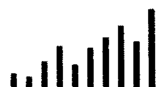
转债是个好东西

转债的“大名”叫可转换公司债券(convertible bond)，是介于普通债券与普通股票之间的一种混合型金融衍生产品，它赋予债券持有人一种特别的权利，即在将来某一天，您可以选择是否依据事先约定的条件将持有的转债转换为发行人的普通股票。

本书并不打算深入探讨债券方面的投资问题，但转债与股票的关系过于紧密，应当属于股票投资者的必修课之一，因此多费些笔墨。先介绍几个概念。

票面收益率：转债的利息通常低于普通债券，这是投资者为了获得转股权利所付出的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信用风险：转债通常是信用等级较低的债券，转债投资人将承受较大的信用风险，但我国发行转债的恰恰是一些信用较好的公司，一般都有担保，信用风险反而相对较小。

价格风险：转债价格理论上不会低于其债券部分的价格，但由于种种原因出现这种情况时，投资者面临无法兑现的短期持有风险。但反过来看，出现这种价格风险的时候，或许就是机遇来临的时候，看看 2003 年的转债行情，您一定会认同这种说法。

利率风险：如果市场利率提高，其债券部分的价值会减少，转债价格也将理应下跌，当市场利率处于底部时，长期转债存在较大的利率上升风险。

赎回条款限制：赎回条款往往只起到加速转股的作用，例如设定 40% 为最大赢利空间，超过时公司可赎回，这类条款限制了转债的最高回报率，因此某种程度上限制了可转换债券的最高价值，从而降低了转债中所包含的期权价值。

此外，由于我国市场没有做空机制，通过转股的套利活动无法操作。在股票价格波动幅度较大甚至可能被人为操纵的情况下，股价与转债价格之间的价格关系将更加复杂，这些因素也让转债的定价变得扑朔迷离。因此，在实际定价中，只能对一些主要因素进行定价，并进行横向比较，以取得相对准确的市场定位。同时这些不确定性也增加了转债的投资成本。

根据上述的概念，我们不难理解可转换债券的特性就是融合了债券和期权两大部分。可以将其理解为：

可转换债券 = 企业债券 + 股票期权 + 其他各种选择性期权

这里的其他选择性期权是指：发行人可以提前以面值或溢价赎回，债券持有人获得的提前强制性退款以及对债券赎回进行限制和保护等选择权，如下调转股价等。这些选择权的设置，有的有利于保护投资者的利益，有的则是维护发行人的利益。具体到每一种可转换债券发行结构均可以看到，以上各项权益相互搭配，相互调和折衷后对可转债的定价影响通常不大，只在个别情况下才有较大影响。

转债说得简单些，就是一个低息债券加一个看涨期权的组合，投资者通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过在利息上的损失换得的是一个美好的预期，所以在定价上就是债券的价格加上一个投机股票上涨机会的价格，即前述的期权。

债券价值的算法可以在忽略一些不重要的因素后，简化为期末价值(约等于面值加累计利息)进行时间上的折现(方法参见时间的价值一节)，需要注意的是折现中的利率，应当以自有运作资金的最安全的年回报率为准，不要以储蓄利率为准，因为投资转债放弃的是自有资金的其他市场机会，而不是放弃存银行的机会。除了债券价值外，关键就在于期权的价值，即购买一个上涨机会的价值。

期权价值的计算是相对复杂的，公式可参见有关投资学方面的书籍，这里只介绍一种简单判断转债总体价格是否合理的心算方法，因为有些情况下，是来不及使用计算机的。当前转债定价的简化算法如下：

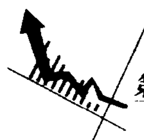
如果，当前股票价格<转股价格，那么转债价格一般应小于 100 元的面值，票面利率越低的折价越多，个别市场特别看好的股票有时其转债会高出 100 元，这时的价格里就包含着人们的乐观预期。

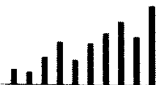
如果，当前股票价格>转股价格，那么转债的理论价格就大约为“当前价格/转股价格×100”，如果此时不在转股期间，则实际价格会与该理论值有一定差距。

实际上，影响转债期权价值部分的关键因素可以归结为两个：一是期权的执行价格或称转股价，与当前市场股票价格的关系；二是未来转股期内股票超过执行价格的可能性，以及可能超过转股价的幅度大小。从这两个方面去估算，就很容易粗略地估算出期权是否值得买了。

从上述两个因素中，还可以看到转股的执行价格是关键，因此现有的招募说明中，转股价能否修正及修正的条件是一个关键条款。如果转股价能够不断向下调整，而且条件很宽(深沪个股以往的年波动幅度通常会大于20%)，例如股价一低于转股价 20% 就必须修正，这样的条款条件是比较有利于投资者的，因为一旦向下修正后不会再向上修正，所以向下修正后，该股将有很大的概率保证股价会超过转股价，转债持有者赢利的机会和幅度都会大增。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





与基金管理公司发行的保本基金相比，转债是有显著优势的。保本基金不过是保本而已，赢利也不可能太高，而转债只要面值以下买入就是有利息的，而且有一定机会赢取同股票一样的收益，这才是真正的保赚不赔呢！而且转债一般也有银行或大企业做担保，安全性是相当高的。对于债券的评估和担保在我国也已经有一段实践了，相比之下，基金管理公司的诚信度和盈利能力尚且很难说有客观的评估。当然，以后也可能另当别论。

买低估的转债而不买相应的股票，是中小投资者在熊市里非常理想的防御策略。例如在2001－2003年的市况中，中小散户就可以不买股票，只买转债。如2003年初时，不少转债品种的价格都在100元以下，有的甚至到了95元以下，即使当债券投资，都超过了当期的银行储蓄，更何况还有一个看涨期权呢？这一投资机会大约持续了2个多月，此后不久，这些低估转债几乎普涨了10%以上，到2003年底，多数品种涨幅超过20%。如此低风险高收益的机会岂不美哉？此外，**债券融资金额越大，对上市公司而言就越倾向于转股，因为到期后公司大多不太容易再筹集如此大规模的资金来还债，所以自然有人会替转债持有人着急，并会千方百计地创造有利可图的转股条件。**

遗憾的是事实上正好相反，大部分散户因为对转债不太了解，少有人投资，反而恰恰是一些机构投资者在进行此类操作。同时，正是机构投资者的大量参与，也使转债价格有可能偏离理性的价格区间，或高或低。例如较早的鞍钢转债和后来的钢钒转债都出现过这样的情况，即转债的市场价格远远大于或小于“股票市价/转股价×100”所计算出来的理性转债价，这不仅给理性投资者提供了难得的无风险投资机会，同时也说明转债市场同样存在投资者的非理性行为。

理论上讲，转债价格应等于债券加期权价格，倘若转债价格低于其纯债券部分的价格，即期权价格为负数，则说明投资者出现了过度抛售，应该是比较好的买入机会。这种情况的背后可能与利率上涨的预期有关，也还与深沪股市没有做空机制有关，如果在其他可做空市场，早有机构卖空股票，买入转债进行套利了。但愿这样的好机会还能让您给碰上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场理论真有效吗？①

对于投资者而言，理解有效市场假说比懂得证明它，更有实际意义。而理解有效市场假说并不是十分抽象和虚无的。早在 1889 年，经济学家 Gibson 在《伦敦、巴黎和纽约的股票市场》一书中就描述过市场的有效性特征，尽管当时没有使用"有效市场"这个词。最早描述和验证随机游走模型的法国经济学家 Bachelier 在其 1900 年的博士论文《投机理论》中，也探讨过"公平游戏"的原则，提出过投机者的期望利润应为零的假说。

计算机的出现使得统计学家们有能力对大量数据进行分析，发现股价和指数就像在随机漫步一样，没有任何规律可循，这些结论都支持有效市场假说。但是，没有找出规律，并不能证明就不存在规律，很多对市场有效性的证明在这一点上缺少说服力。

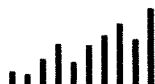
现在大家提到的有效市场假说(EMH)是 Fama 教授在 1970 年经典论文《有效资本市场：理论和实证研究回顾》中系统总结出来的。此后，有效市场假说的内涵不断加深、外延不断扩大，最终成为现代金融经济学的支柱理论之一。

按证券价格对不同层次信息的反映，这个假说把市场分为三个层次，市场的变化是逐步从低层次向高层次发展的。第一层次叫弱势有效，全可当作是社会主义初级阶段吧，如果市场发展到了这个层次，投资者无法利用过去股价波动所包含的信息获得超额利润，也就是对股票历史数据的研究已无助于预测未来趋势。第二层次称为半强势有效，在这种市场中，投资者不仅无法从历史信息中获取超额利润，而且也无法通过分析当前的公开信息获得超额利润。也就是说，公司公布消息或有事件突发后，股价一步到位，旁观者没有任何机会。第三层次叫强势有效，这是最理想的层次，不妨理解为共产

① 对理论感兴趣的读者可参考：《有效市场理论产生、发展及其争论》，作者徐龙炳、陆蓉，出处：http：//cn.biz.yahoo.com/010705/97/i491.html。《中国证券市场的可预测性研究》，作者胡杉杉、党佳瑞、蓝柏雄，出处：http：//time.dufe.edu.cn/jjwencong/touzi120.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





主义吧。市场到了这个层次，价格中已包含了所有的信息，投资者即使拥有内幕消息也无法获得超额利润。对内幕交易的研究，现已成为金融经济学、政治经济学和法学研究的重要课题之一。后来，Fama 教授对上述三个层次做了些调整，原来的第一层次的范围有所扩大，把利用股利报酬率、利率等财务研究手段也包括进了第一层次，还有季节效应和关于证券价格波动的研究也包括其中，这种调整将使我们的市场还会在初级阶段待更长的时间。

从另一个角度说，如果投资者所面对的市场真的达到了“弱势有效”，那么投资者研究 K 线图恐怕是不会有收获了。而目前，股市投资者所做的大量功课就是研究历史数据。即使是美国股市，研究 K 线的人也不是屈指可数。近期研究表明，较长区间的收益是可预测的。因此，真正的市场有效状态仍是理想主义者们相当遥远的梦。

1970 年以前，人们预测股票收益时往往使用过去的收益率，而近期的研究则加入股利报酬率(股利与股价的比)、收益价格比(每股收益与股价的比)等财务数据辅助，大大增强了预测力。研究成果也揭示出，市场的预期收益率的变动体现在市场的共同变动上，这种变动可能是投资者在当期消费和未来消费以及对不同的投资机会偏好改变的结果，很可能与经济条件、社会变革等等的改变有关。

有效市场假说，反映了经济学家和金融学家所梦寐以求的理想状态，现实中不少例外现象虽然对这一假说提出了挑战，理由大多是现实状态对理想状态的偏离。这些挑战并没有从根本上否定有效市场假说，但是，在正确运用市场有效性问题及进行深度研究，并作为决策参考或投资策略选择的依据时，不得不抛弃假说的一些前提假设，更加客观地面对现实市场。

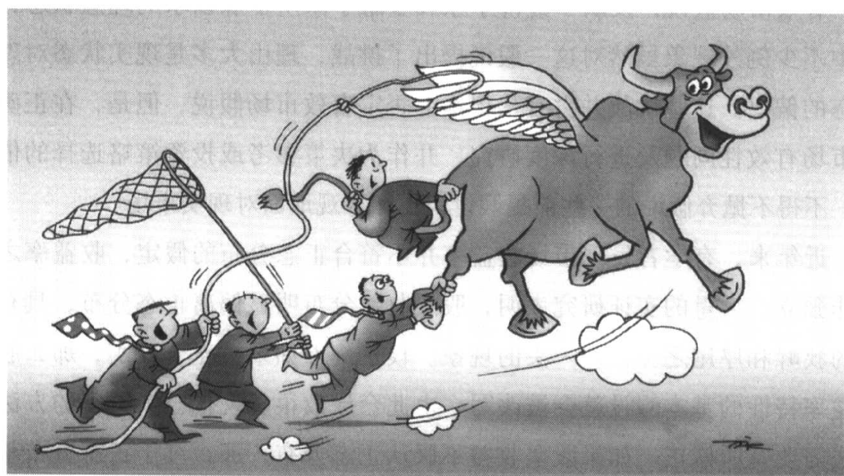
近年来，有学者发现市场收益率并不符合正态分布的假定，收益率之间也非独立。大量的实证研究表明，股票收益分布明显偏离正态分布，具有所谓的狭峰和厚尾之类偏向一头的现象。仅这一点如果被充分证实，那么股票收益率特性的基本假设就会被改写，由此会导致很多现代投资管理的方法和公式需要有所修正。如果股票收益不服从正态分布，那么基于正态分布基础上的 CAPM 模型、APT 模型等来预测股价走势的精度自然就更勉强了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，如前介绍，方差是传统投资理论的一个重要参数，常被用来作为风险的尺度，可实证研究的结果表明，样本方差几乎并不能揭示投资的真正风险。于是一个叫 VAR 的概念被引入，这个概念与前述的破产风险有类似之处，已经在现代银行风险管理中得到普遍应用，并正在逐步应用到证券投资之中。

作为普通投资者，理解市场有效性假说，最需要理解的恐怕是该理论假设条件和结论：(1)无交易成本；(2)对任何市场参与者，信息获得无成本；(3)所有的人对现有价格所隐含的信息和每种证券未来价格分布没有异议并采取行动。显然，有了这样的假设，自然有了一个理想的市场。在这样的市场中，价格已"充分反映"了所有可得到的信息，信息的流通是有效的，股价的定位是有效的，社会的资源配置自然也是有效的。如果只知道这些结论，要么只能当纸上谈兵的专家，要么最好去监管部门，为市场的规范化确立一个理想化的目标，千万别去真实的股市，那会大跌眼镜。

作为股票投资者，最关心的当是如何预测股价。所以首先要知道，符合市场实际特性的投资理论才是投资者的好理论，而不论这种理论是有效市场假说、行为金融理论、稳态理论、混沌理论、密码理论，还是别的什么理论。其次，这种理论必须在实际投资活动中有可操作性，能够捕捉投资机会和警示风险，而不仅仅只在全局意义上描述整个市场的状态而已。



快乐捕牛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不公平的博弈

除了前述投资的理论外，与商业竞争相关的其他理论也对证券投资有相当的参考价值。其中，人们常常在不经意间就会使用，但往往又不太专注的，就是博弈论。

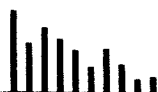
1994年诺贝尔经济学奖被授予了三位数理经济学家，以表彰他们在博弈论方面的杰出贡献。其中为首的便是约翰·纳什。他所提出的纳什均衡已经成为当今分析商业竞争和贸易的重要工具。股市交易，从交易性质上讲又何尝不是一种讨价还价的博弈呢？各方参与的过程原本就是一个为了达到各自目的而选择最优策略的过程。而整个市场各层次的制度设计及实施决定了各方博弈达到纳什均衡的效率与方式。了解博弈论，对投资者分析和预测股市参与各方的经济行为是非常有益的。

“锅”的启示与均衡

纳什均衡的思想其实并不复杂，他描述的是博弈的理性结局中的一类情况，这种情况中，局中的每一个博弈者都不可能因为单方面改变自己的策略而增加获益，于是各方为了自己利益的最大化而选择了最优策略，并与其他对手达成了某种暂时的平衡。这种平衡在外界环境没有变化的情况下，倘若有关各方坚持原有的利益最大化原则并理性面对现实，那么这种平衡状况就能够长期保持稳定。

不妨用一个可视化的比喻来解释这种平衡：如果把一个乒乓球，放到一个锅里，不论开始放在锅里的什么位置，最终乒乓球都会稳定地停留在锅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





底，这时的锅底就可称为是一个纳什均衡点。相反，如果锅是扣在地上的，那么锅底部位是很难放稳一个乒乓球的，因为往任何方向的一点点移动，都会使球彻底离开锅底。这时的锅底部位就不是一个纳什均衡点了。

股市的运动规律和锅里的乒乓球是类似的，只是由各种利益主体和市场环境所构成的“锅”并非是标准的，里面不是光滑的，而且是不断变化的，但是股市里的小球，始终会曲折地滚向当前的“锅底”目标。所以，股市整体的运动规律，其实就是一个不断寻找和趋向当前纳什均衡点的过程。只是由于环境不断变化，而导致纳什均衡点也在不断地位移。

例如，当前长期理性投资者中，基于对经济预期的长期看淡，空方不断卖出离场，而多方继续筹资进场，于是这时的市场就逐步趋向于多空双方力量的新均衡点。类似，当市场在稳健投资作用下趋于稳定时，激进的冒险投资者又会借助题材发动行情，于是市场又在不同理念的资金中寻找新的平衡点。随着各种资金的流动，随着个股筹码的换手，市场的平衡点就会发生移动，加上各种外界消息和环境的变化，使得整个市场永远处在不断的运动之中。

博弈论的研究中，对两个寡头厂商垄断市场的价格竞争进行了深入透彻的分析，形成了一种被称为古诺模型的经典竞争模式，并可以计算出两个寡头厂商相互竞争导致的最终市场价格和产量。股市中，虽然有类似的多空双方较量，可惜的是多空的转换是时时发生的，力量的对比不断变化，正可谓“没有永远的多头，也没有永远的空头”，所以无法套用模型计算出股价的均衡点。而且，股市中，很多信息是不公开的，信息不对称的情况普遍存在，所以股市中的多空博弈，是一种不完全信息状态下的动态博弈，是博弈研究中最复杂的类型。在投资者中，有些是相互合作的，有些则是不合作的，这使得问题变得更加复杂化。因此，对于多数简化条件下得到的博弈结论还不能直接照搬照抄，必须仔细分析博弈各方的信息是否对称，双方有无可能合作，博弈条件是否会发生改变等等。有了这些概念，在实际的股市分析中就会有更宽泛的视角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

囚徒困境

“坦白从宽、抗拒从严”是人们耳熟能详的一句话。为什么绝大多数犯罪嫌疑人在被审讯时都会选择认罪并相互揭发呢？这背后作怪的就是博弈论中最经典的一个模型——囚徒困境。

两个囚徒被分别关押，虽然警察还没有充足的证据，但已经面临十分被动的局面，摆在他们面前的选择只有认罪和死扛两种选择。尽管他们都死不认罪，只会各关 2 年，但糟糕的是，倘若同伙招供了，自己死扛则会被判 10 年，谁敢把自己的命运押在别人的选择上呢？不妨从囚徒的角度分析一下下面的表格，您就会发现，按照下面的规则设计，甚至会使那些没有犯罪的囚徒都可能倾向于认罪，以期望只判一年，早日获得自由。

囚徒乙（后数字）

囚徒甲（前数字）		坦白	死扛
	坦白	（5 年，5 年）	（1 年，10 年）
	死扛	（10 年，1 年）	（2 年，2 年）

实际上，囚徒困境反映了一个人们行为规律中的深刻问题，即个体理性与集体理性之间的矛盾。囚徒困境一旦出现，每一个理性个体为了自己的利益虽然都做出了理性的选择，但整体上，同时也包括每个个体，其最终的结局却不是最优的，甚至可能是很糟糕的。但在规则的限定下，这种令人遗憾的结局很难被打破。

股市投资中，这样的情况也是常见的。例如，几个机构不约而同地联手投资同一只股票 A 时，一旦出现危机，如大势走弱，并连累到股票 A 时，这几个机构就可能被迫陷入囚徒困境。他们都会担心其他机构抢先出逃，从而造成对自己的不利局面，如果这些机构之间缺乏充分的沟通和信任，树倒猢狲散的局面几乎肯定会出现。对此，机构投资者心知肚明，于是就会出现串通和共谋的情况，这时，如果管理层对此类行为监管很严，那么多数共谋坐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄的结果会是不欢而散，而规则设计不完善、执行又不严的话，机构投资者就会纷纷选择集体坐庄的行为来破解囚徒困境。对比深沪股市监管力度的变化以及市场庄股炒作的强弱，就可以清晰地发现，股市过热—>监管加强—>坐庄艰难—>股市下跌—>监管放松—>坐庄容易—>股市再热，这样一个规律不断循环往复。

只要监管不能时刻严格实施，机构在个股上的串通行为有时是可以实现的，有时甚至是明摆着的，但在整个市场中，由于理念的不同、观念的相左、利益的冲突等等，几乎没有可能出现这个市场的完美串通。因此，当大势不妙的时候，市场不同主力之间大多最终选择以牺牲对方利益为准则的“先下手为强”策略，从而对大盘的跌势造成雪上加霜。因此，在跌势中，股指最终实现的底部一般都会比“理应”形成底部的区域更低，因为机构投资者们谁也不愿意为别人抬轿子，谁也不愿意为整体市场牺牲一点点自己的利益。

市场博弈中，机构投资者的行为是举足轻重的，相比之下，中小投资者就是无足轻重的小砝码了。散户与散户之间，几乎没有可能出现广泛结成同盟的可能。因为，众多散户之间建立沟通和信任的成本太高了。所以，对于散户而言，博弈的对手只有个股的庄家，而不用考虑其他散户。对于整个市场，散户也只有顺势而为的份儿，散户休想在股市创造投资的奇迹。

因此，中小投资者在投资决策的选择中，就像被蒙上眼睛和个股庄家在对垒，千万别指望散户的集体力量能够战胜庄家，最好是认为庄家是盯着自己的一举一动，而自己对庄家一无所知。尽管这种假设有些苛刻，但这是一个很好的心理暗示，他可以让中小投资者在最坏的假设条件下选择最优化的投资策略。

例如，根本没有投资价值的股票已经翻番了，而散户如果假设庄家知道您的一举一动，甚至会针对您进行操作，这种情况下，您仍然会无畏地追高吗？当然，多数情况下，单个小散户的举手投足一般不至于让庄家为之改变投资策略，但如果大部分散户和您想的一样准备跟庄，那么庄家还会按照原计划行事吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在与庄家的较量中，散户一定要时刻提醒自己，股市投资始终是一场不公平、不公开、甚至不公正的博弈。



较 量

要做聪明的猪

除了“囚徒困境”外，博弈论中还有一个经典的故事，称作“智猪博弈”。

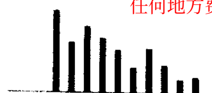
故事的大意是，猪圈里养了两头猪，一大一小，最有意思的是它们所待的猪圈很特别。四方形猪圈的一个角落里有个食槽，但控制向食槽中投放食物的按钮却在对角位置。假设按一次钮可以出 7 两食物，如果大猪去按按钮，小猪就可以在食槽边先下嘴吃到 4 两，而大猪因为跑过来晚了，只能吃到其中的 3 两。而如果小猪去按按钮，大猪会一嘴全包。它们的博弈策略情况如下：

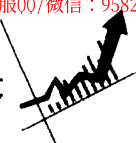
大猪(前数字)

小猪(后数字)		按按钮	槽边等
	按按钮	7,0	7,0
	槽边等	3,4	0,0

面对上面的规则，结果会怎样呢？不妨设身处地地为猪们想想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





很显然，小猪的选择自然是等待，而且是“死等”，否则只能是白忙乎。而大猪呢？不按就大家都没得吃，所以只能去按按钮。在这种规则下，最终的结果是，小猪在槽边坐享其成，而原本处于优势的大猪，却不得不来回奔跑，为小猪服务，而自己还不如小猪吃到的多。真是好可怜哦！

在“智猪博弈”的情景中，大猪是占据比较优势的，但是，由于小猪别无选择，使得大猪为了自己能吃到食物，不得不辛勤忙碌，反而让小猪搭了便车，而且比大猪还得意。这个博弈中的关键要素是猪圈的设计，即按按钮的成本。由于按按钮需要时间和体力上的成本，导致小猪无法承担，而大猪承担成本后，得益可能还不如对手，但总比饿肚子好。如果按按钮没有成本，这个情形就不会出现了。

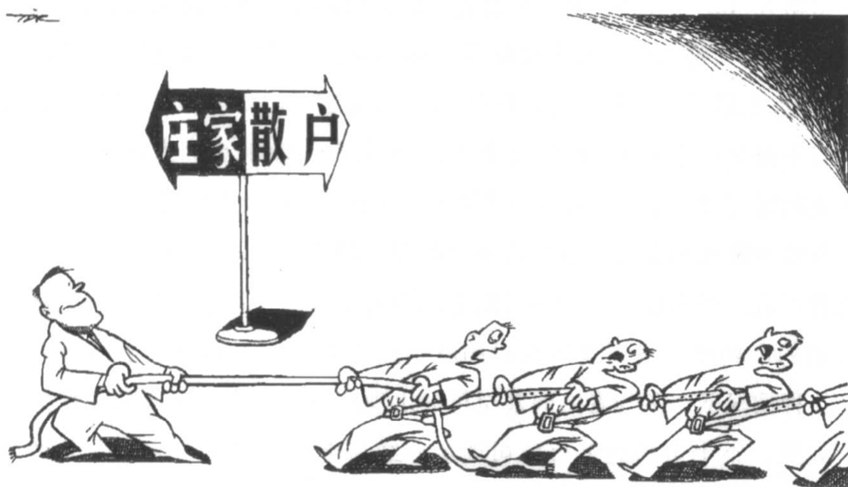
其实个股投资中也是有这种情形的。例如，当个股主力已经在底位买入大量股票后，他已经付出了相当的资金和时间成本，如果不拉抬就撤退，就等于接受亏损。所以，基于和大猪一样的贪吃本能，只要大势不是太糟糕，主力一般都会拉抬股价，以求实现吃进筹码的增值。这时的中小散户，就可以对该股追加资金，当一只聪明的小猪，让主力庄家给咱抬轿子。当然，这种股票的发觉并不容易，所以当小猪所需要忙碌的就是发现有这种情况存在的猪圈，并冲进去当聪明的小猪。

从散户与庄家的策略选择上看，这种博弈结果是有参考意义的。例如，对股票的操作是需要成本的，事先、事中和事后的信息处理都需要一定量的投入，如行业分析、个股调研、财务比较等等，一旦已经付出，机构投资者是不太甘心就此放弃的。而中小散户，不太可能事先支付这些高额成本，更没有资金控盘操作，因此只能采取小猪的等待策略。即在庄家重仓的股票里等着，庄家一定比散户更着急。等到主力动手为自己觅食而主动出击时，散户就可以坐享其成了。

遗憾的是，股市中的机构们要比大猪们聪明得多，且不守本分，他们不会甘心为小猪们按按钮。因此，他们会选择破坏猪圈的规矩，甚至自己重新打造一个猪圈，比如把按钮放在食槽旁边，或者可以遥控，这样小猪们就没有机会了。例如，机构和上市公司串通，散布虚假的利空消息，这就类似于按按钮前骗小猪离开食槽，好让自己饱餐一顿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市中，散户投资者与小猪的命运有相似之处，没有能力承担炒作成本，所以就应该充分利用资金灵活、成本低和不怕套的优势，发现并选择那些机构投资者已经或可能坐庄的股票，事先蹲点，等着大猪们为自己服务。由此也可看到，**散户和机构的博弈中，散户并不是总没有优势的，关键是找到有大猪的那个圈儿，并等到对自己有利的猪圈规则形成时再进入。**



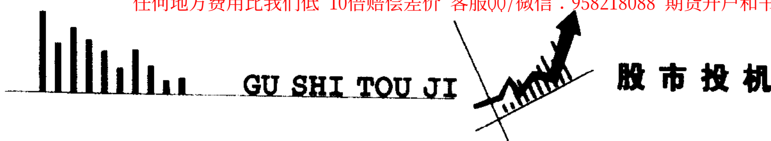
众不敌寡

零和游戏的法则

股市中可以时常听到有关零和游戏的说法，所谓零和游戏，也就是玩了半天，大家总计的收益之和为零。那么为什么还有人去玩这种游戏呢？因为，尽管总体收益为零，但个体收益可以大相径庭，只要玩的人越多，就越热闹。说俗了，就是有人喜欢赌个运气，找个刺激。否则，如果都是机器人一般的理性，就没有人会玩这种游戏了。

零和游戏的最大特点就是，有赢家，必须同时有输家。因为总和是零，所以赢家的收益就是输家的亏损。从这个零和博弈的基本原则出发，就可以得到一个最基本的炒股原则，那就是，**如果想在零和游戏规则的股市中赢利，那么投资者入市之前应该先找好、找对自己赢利的对象。否则，自己就**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很可能成为别人的“盘中餐”。

这一点是非常重要的，但也是多数个人投资者容易忽略的。很多人看见别人在股市赚了很多钱，就热血沸腾地也想进股市赚一把，这就大错特错了！做实业，或许这招还有些管用，但做股票这种策略一定会赔钱的。特别是在深沪股市，上市公司每年的现金分红还不及交易费用的情况下，零和游戏的基本原则就变得格外重要了。例如，基于信息优势的券商瞄准了散户投资者，而基金的目标是盯上大户，那么散户入市还能从谁那里赢利呢？如果您也想从其他散户那里赢利，那么最好去证券营业部看看，如果发现散户们哪个也不比自己“傻”，那么最好不要拿自己的“血汗钱”交学费了。要么干点别的，要么当作娱乐，只拿少量资金玩玩。否则，等着您的命运就是找不到下线的终极传销者。

与零和游戏相类似，还有负和游戏和正和游戏，即参与者合计的收益为负或者正数。很明显，负和游戏比零和游戏更残酷，竞争也更激烈。缺少投资价值的市场里，投资者所面对的就是此类游戏。正和游戏是最令人宽慰的，这种情况下，参与者之间甚至可能出现广泛的合作，达成某种默契和均衡。如果，整个市场的上市公司现金分红高于交易费用，甚至大于储蓄收益，那么这样的市场就是正和游戏了，恶庄投机行为也会相对减少。让股市成为正和条件下的合作博弈或许是监管者和大部分理性投资者的理想模式。

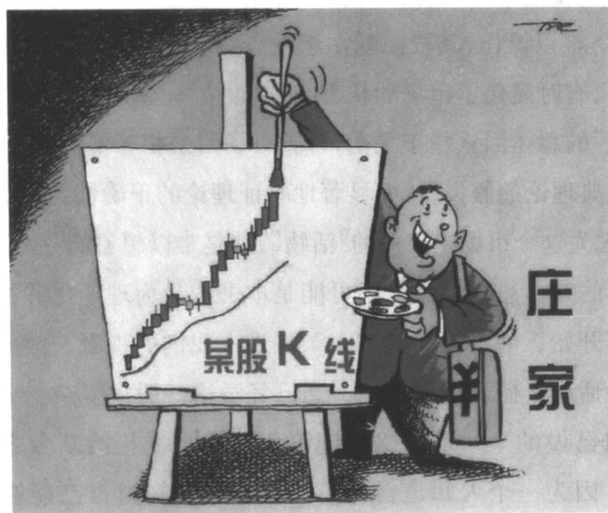
但现实中，整个市场处于零和游戏，甚至是负和游戏的时候，并不排除个股交易上可能出现正和游戏的现象。例如，深沪股市中，湘火炬、合金投资、新疆屯河等股票曾出现过这类状况。主力通过高度集中持股改变个股上的游戏规则，形成暂时的正和游戏规则。主力借助市场环境在单个股票上形成正和游戏规则，即使不是高度控股，只要通过强化行动一致的理念和效应，同样可以做出一个又一个“超级牛股”。例如，假设用2亿元作为控股成本，并联合部分大户作为一致行动人，然后把股价拉高50倍后，市值便达到了100亿元，拿100亿元市值抵押融资50亿元，然后，这50亿元可以去再投资也可以做实业投资，而100亿元的市值还可以参加新股市值配售，即便配售新股的年收益率只有5%，即5亿元，但相对于2亿元的投入而言，已经是暴利了。这种情况下，通过抵押融资和市值配售等政策，实现了个股游戏总收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益值的大幅增加，实现了正和游戏，这就使得这些个股上的投资者之间的竞争不再是你死我活了，于是大家可以心平气和地达成某种默契，进行合作博弈了。存在了合作博弈的条件，才有实现合作博弈的可能，这也是这些“超级牛股”背后的资金愿意与主力高度保持一致行动的道理。当然，这个系统的稳定性是建立在实业投资和新股配售两块基石上的，如果抵押得到的资金没有找到稳定回报的投资机会，或新股市值配售政策取消，那么这个游戏的庄家成本就很高了。

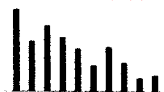
有位前辈曾在2001年的熊市中断言，德隆系的股票可能会在牛市中倒下，他说在牛市来临的时候，跟庄者就会嫌弃这些老马车跑得太慢了。没想到2004年初的小牛市之后，德隆系果真轰然倒塌，尽管直接原因并非于此，但冥冥中似乎这就是宿命。看来个股主力想要长期改变游戏规则的玩法是风险很高的。

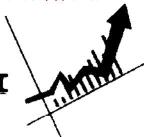
从上述有关博弈论的讨论中不难发现，博弈的根本是游戏的规则，不同的规则下，会有不同的最优策略，就会有不同的结局，如果规则清晰且固化，那么博弈的结果只需要按图索骥了。可惜的是，股市中的各方力量都在不断地做局，同时他们也是局中之人，所以他们的行为不时地在渐渐改变一些游戏规则。而游戏规则正是股市博弈复杂性的根本，也是股市研究的关键点。



画线高手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





篇尾小结：理论的意义



博弈论也好，有效市场假说也罢，都对投资人的行为进行了某种限定，很明显这些假设是非常局限的，并不符合实际，但这并不能否定理论的价值。**作为投资者来理解和学习前人的这些经典理论，不仅因为它们是前人经验的概括总结，也不仅因为是科学研究结合现代技术的成果，更因为它们是严谨而抽象的理论体系，更是因为您所面对的市场中，至少有 50% 以上的专业投资者、90% 的基金经理，了解这些理论、使用这些理论、甚至信奉这些理论。如果您想取得超过平均水平的成绩，却不了解大多数资金运作者所崇尚的理念，不了解他们投资策略的理论依据，那么怎么可能战胜他们呢?知己知彼、百战不殆，这才是理解这些理论的真正意义。**这就像选美一样，想要选得准，不能完全根据自己的标准，而是需要了解大众的标准。

本篇内容主要是介绍部分经典投资理论和研究成果，它们之所以有时看起来脱离实际，难以操作，其根源就在于没有把“人”纳入研究的范围，相反，基于研究的需要，有时简化了市场的状态，有时设立一些不太符合实际的假设。当然，有时在“人”的总体因素趋于平衡，各类市场因素相互抵消的情况下，市场恰好符合这些经典理论的假设，从而显著地验证理论的正确性。由此可知，想要战胜市场，不考虑人这个市场中惟一的“活物”，那是难以想象的。

值得恭喜的是，您已经读完了可能是本书中最为理论化并相对枯燥的一篇，从下一篇开始，活泼好动的“人”将进入我们的视野，因此也就会有更多轻松有趣的话题。倘若读到这里，您已经觉得炒股太复杂、太高难度了，不是件适合自己做的事，那么除了建议您把资金委托给基金之外，还需要特别恭喜您，因为一个人知道自己不能做什么和知道自己能够做什么是同样重要的。笔者辛勤笔耕的另一个意义也就在于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

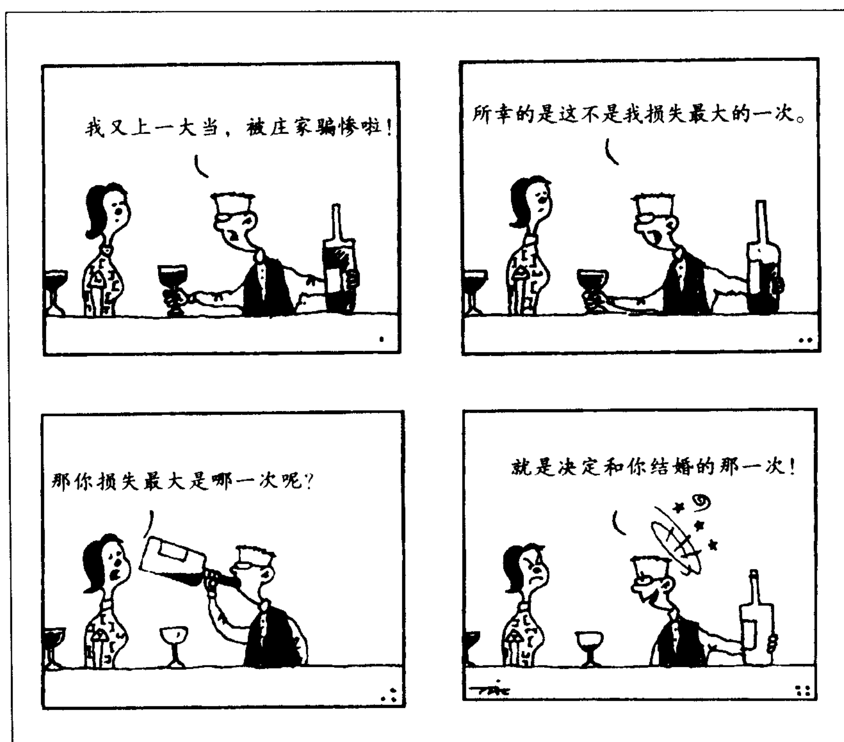
艺术不可不练

【操练投机艺术】



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

练习武功，首先要学会将自己的要害部位保护起来，将自己的弱点隐藏起来，并时时刻刻保持清醒和理智。提高炒股技艺也是同一个道理。



酒后真言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以人为本

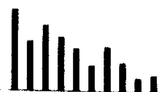
上一篇，讲的大多是学者专家们的研究成果，看明白了当然好，理解透彻了自然获益匪浅，但实际中可能不一定管用，因为股市里的职业投资者都知道这些条条框框，有些基金经理就是专门研究这些东西才拿的博士学位。大家都知道的规律、能够摹仿的办法，就不可能在市场中屡战屡胜，最多不过打个平手。更何况，理论本身还与实际有不小的偏差。

其实金融学家和投资专家们也早就认识到了这一点，于是以研究投资心理和行为特征的理论逐步发展起来，其中行为金融学就是一个新兴的分支。特别是2002年诺贝尔经济学奖颁给美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡纳曼[1]（Daniel Kahneman）和美国乔治梅森大学的弗农·L·史密斯（Vernon L. Smith）后，使得行为金融学的研究迅速升温。而股市是一个以人为主要活动因素的市场，是研究和应用行为金融学的一个理想试验田和观测所，这也是职业投资者日渐关注这一理论的原因。

行为金融学的研究，实际上是一群自认为理性的专家在研究市场中非理性投资者的行为特征，且不断发现、证明并研究如何利用这些人性的弱点，从而使得整个金融市场的行为向有效市场理论所描述的理想模式逐步演化和逼近。有效市场中所描述的情景是无摩擦状况下的理性人群的运动规律，行为金融学的作用就是解释摩擦和非理性，并通过实际赚取非理性者的财富来调教和培养市场的理性，甚至通过直接消灭非理性者及其资金，来减少摩擦，从而使整个市场的成本最小，利益最大，效率最高，即使专家们不这

[1] 卡纳曼是因为把心理学研究和经济学研究结合在一起，特别是有关不确定状况下决策制定的研究而得奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





样做，市场也会这样做。当然，这个过程不是用天来度量的，可能需要几十年、几百年，甚至直到永久。俗话讲，“江山易改秉性难移”，在大家有生之年应该不必担心高层次有效市场的真正最终实现。利用“人性弱点”来赚钱，肯定是一个不过时的策略。

在现代管理思想中，“以人为本”是一句十分经典的座右铭，其实，在**研究股市投资决策时，同样应“以人为本”，以市场相关者行为特征为基础、从市场主导者和监管者的心理出发、以群体行为的普遍规律思考问题，这有利于做出更加切合实际的正确决策。**

在详细探讨投资者行为特征之前，还需要认知一个哲学上的难题。就是人同时作为研究者和被研究对象，存在一定的悖论性和矛盾，这就像没有支点的杠杆如何去撬动物体，很难想象。倘若自己研究自己还可能做到理性和客观，就像医生给自己诊断，但应用方面就更是困难了。例如，投资者判断自己是否处于理性状态就是一个难有客观结论的问题，难就难在没有一个静止的参考点，跟不同的人、跟不同的阶段相比，就会有不同的结论。把人引入研究的视野，几乎所有的问题都将落到相对意义的范畴。

自然科学研究的是客观现实，而经济学特别是股市投资，研究的对象中包括了有思考能力的部分，这就大不相同了。学者们为了回避这个难点，在经济学的研究上(有效市场假说就是一例)引入了理性行为的假设，假定人们会依据现有的某种最佳方案或规律统一行动，在这样建立的理论框架下研究，就类似于自然科学的研究，相当完美。但是，事实不是这样的，假设与事实之间有不小的偏差，所以在投资学的研究中，存在理性的经典投资理论，也存在非理性的投资艺术。下面，我们就一起来探讨艺术的渊源以及如何修炼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解剖您我的投资心理

如何测量满足感

研究人的投资行为，首先遇到的问题就是如何度量人的满足感，或者称投资收益的效用。例如，赢利10万元和亏损10万元对于投资者的效用是否一样大呢？同样赢利10万元，对于散户和基金经理的满足感是否相同呢？到底如何测量不同人在不同情况下的效用呢？人们又是如何依据效用来进行投资决策的呢？

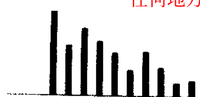
据资料介绍，金融界已经有一些计算投资效用的公式，其中运用比较广泛的一个如下：

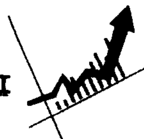
$$U = E(r) - 0.005A\sigma^2$$

这个公式中E(r)表示投资项目的预期平均收益率，A代表投资者的风险厌恶程度，该参数一般在1-3之间，σ^2代表投资收益的方差。这个公式告诉人们，预期平均收益率越高，人们的满足感越强，不确定性越大则满足感越差，程度取决于个人的风险偏好程度。依据这类公式，人们在确定收益率和方差参数后，再估测出自己的风险厌恶系数，而后就可以计算出对某项投资的效用了。这样，某人对不同项目投资的效用也就可以比较出来了。

对于效用的研究，著名经济学家凯恩斯曾用资本边际效用递减的规律来解释人类的投资行为。他解释说，第1元钱赢利对人们产生的效用要大于此后的1元，收益的效用呈现边际效用递减的规律。例如，一个投资股市10万元的投资人，获得第一个1万元回报(从10万增值到11万)的心理效用是最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





高的，而几年后从 90 万增长到 91 万的变化却少了很多欣喜。不过从 100 万到 110 万的变化与从 10 万元到 11 万元的变化对于这个投资者来说，效用应该是比较接近的吧。

这个道理并不复杂，但有时也未必这样。一个吃饼的笑话或许多数人都听说过：一个人吃到第 3 个饼饱了，于是感悟说："早知道直接吃这第 3 个饼就行了，何必吃前面那两个呢？"在这种时候，第 3 个饼的心理效用要大于前面两个饼，即所谓发生质变时的效用。例如，某人的财富从 99 万增长到 100 万时大多会为自己成为百万富翁而兴奋，这时的 1 万元，比从 98 万增长到 99 万时的效用要明显大一些。

事实上，不仅收益的绝对数量不适合度量投资人的心理效用，即使用百分比收益率来描述效用也不够科学。确定性的收益对人的效用度量主要取决于两个参数：一方面是投资者的现有财富，另一个方面是收益率的对数值，对数的底无所谓，一般统一取自然对数即可。例如，李先生投入股市 3 万元，1 年下来变成了 6 万元，这件事情对李先生的效用为 $\ln(6/3)=0.693$。而张先生投入 4 万元，1 年下来剩了 2 万元，他的效用为 $\ln(2/4)=-0.693$。二人的效用大小是一样的，只是符号相反。如果张先生第二年再从 2 万变成了 4 万，那么第二年的效用是 0.693，两年合计的效用等于 0。细心的人可能会发现，如果李先生的第二年从 6 万变回 3 万，两年合计的效用也等于 0，但李先生一定会因为得而复失不如张先生失而复得来的高兴。但是如果综合看就可以发现，这只是由于近期事件对当前的心态影响较大的缘故，所以第二年底时张先生要比李先生心情好而已，但第一年底，自然是李先生心情好于张先生，其实两人的累积平均效用是差不多的。只是近期事件的心理影响较大而已。

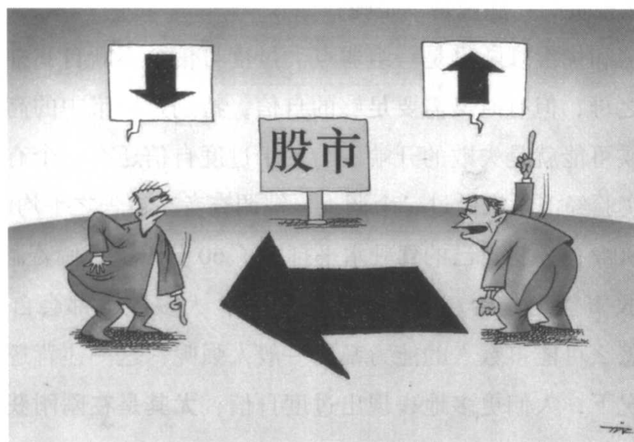
现实中，很多人粗心地认为赢利 10% 和亏损 10% 在幅度上是同等的，但实际上，赢利 10% 接着亏损 10%，并不是回到起初的状态，而是损失了近 1%（暂不考虑手续费），夸张一些就更明显了，例如 1 万元投资，赢利 50% 后是 1.5 万，接着亏损 50% 后剩余 7500 元。所以投资者在实际投资中衡量自己的收益和亏损时千万不要简单地用百分比幅度，要有对数、几何平均和复利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的概念，牢记亏损 50% 需要赢利 100% 才能赚回本钱。同样在估测股价风险时，**一只在 5 元至 20 元均匀波动的股票，真正的中间价位不是 12.5 元，而是 10 元！**因为只有在 10 元以下买入，而该股上涨到 20 元和跌到 5 元的概率都是 50% 的情况下，您的预期收益率才刚好是零。

学会用取对数的角度来看待股价、看待收益率，您就会发现您眼中的坐标系发生了变化，很多以前认为是安全的价位，现在却觉得并不低了，而以前认为可以抛出的价位，却觉得还可以继续持有了。从前，人们经常在跌势中买早了，在涨势中抛早了，其实不是没有耐心，而是测量的方法错了。投资者采用对数坐标体系来观察股市以后，对损失就会更加敏感，而对赢利则会趋于迟钝。

到这里，我们所探讨的还只是衡量效用过程中有关收益率的测度，还没有考虑方差的测量，即不确定性对人们决策的影响和度量，由于不确定性的问题更为复杂，我们将在后面风险偏好中慢慢聊。



视角不同

人性的弱点

人性的每一个弱点都随时有可能被市场所利用，而导致投资失败。而且不同的人，在不同的时候，常常暴露出不同的弱点或者是弱点的不同方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人性的弱点在股市中最常表现出的是贪婪和恐惧，这有些老生常谈。人们都知道诸如“贪婪和恐惧是投资的天敌”、“我们要克服贪婪，克服恐惧”之类的话。但是何为贪婪、何为恐惧呢?关键还在于如何判断，如何度量。

与此相关的操作是“止盈”和“止损”的概念，“止盈”可以克服贪婪，“止损”可以克服恐惧。有的人甚至建议“忘记买入股票的成本”和“把握股市的趋势”，因为“忘记买入股票的成本”和“把握股市的趋势”既可以有助于克服贪婪，也有助于克服恐惧。然而，**如果贪婪是人的本性，恐惧也是人的本性，本性所在，怎么会轻易就能克服了呢？**“变性”可不是件容易的事情，必须通过科学的方法和长期严格的磨练，才有可能改变某些不良本性。

再说，人们的欲望也常常成为一个难以控制的魔鬼，前人比喻说“人的心里有个洞，无论再多的金钱和名誉都无法填满它”。但是，人们对现状的不满足，也是一种动力，是推动人类文明与科学发展的一种原动力。没有欲望还研究什么投资啊！您说是不是呢?

过度自信和优柔寡断也是一组弱点。过度自信会不断自我神化，并使成功成为失败之母，但有时又需要足够的自信，特别是股市中的高手，开始怀疑自己的时候可能就是失败的开端了。关于过度自信还有一个有趣的实验，心理学家和实验经济学家做过一个调查，被调查者在被告之平均水平为 50 分时，竟然有 80% 的人将自己的驾驶水平打在了 60 分以上，倘若调查问题改为“您的股市投资能力是否超过平均水平”时，大多数人都会自信地回答说“是的”。怎么可能多数人的能力都比一般人强呢？这一违背逻辑的结果说明，通常情况下，人们更多地表现出过度自信，**尤其是在刚刚获得一些成绩时，人的自信心往往会出现加速膨胀，这是很危险的人性弱点。**

羡慕也是人们常见的弱点，“不要垂涎邻居的财富”，圣经上就是这样告诫大家的。过度的羡慕会产生嫉妒和急躁。股市里充斥着炒股发财的故事，从未有人眉飞色舞地畅谈自己赔钱的惨痛经历。绝大多数人都属于喜鹊类的——报喜不报忧，而且多数人还有把成功归因于自己，而把失败归咎于外部或他人的倾向。因此，这些心理偏差会导致大部分人总是心存侥幸，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寄希望于自己是某个幸运儿，可上帝为什么会偏偏宠爱您呢？请别忘了先给上帝一个宠爱您的充分理由。

人是有情感的动物，例如，多数人对让自己赚过钱的股票有特别的感情，对赔过钱的股票有一种莫名的憎恨，这些个人情结也会导致投资者不能客观地对待投资机会。人的本性弱点还有很多，比如说，人的感性多于理性，人的懒惰多于勤奋，摹仿多于思考等等，真是难以详尽。就此打住吧，否则实在让"人"无地自容了。

上述种种弱点，把人说的有些不可救药。其实，不论是优柔寡断还是深思熟虑，不论是信心十足还是刚愎自用，并没有一条明确的楚河汉界，问题的关键是度的把握。只是如何把握这些度，可不是一两本书就可以说清楚的，是人生德行的修炼，只有固化到性格里才能处变不惊，运用自如。例如，多数人都很难做到面对现实和承认错误，常常因为一些小错误而隐瞒、欺骗，最终却酿成大错。绝大部分大错误，都是出现小错误时不勇于"止损"而造成的，要真能随时随地做到勇于认错，就可以避免很多大错误的最终发生。这一点在股市里和生活里都很重要。**能防患于未然自然最理想，但人总是会犯错误的，关键是如何面对和处置。**

股市上最高超的战例就是战胜自己，股市上最大的敌人就是自身的脆弱。有个经典的句子说，"如果你爱他，就把他送进股市，因为那里是天堂；如果你恨他，就把他送进股市，因为那里是地狱。"到底是天堂还是地狱，全在于你的心里。

股市是一个放大人性弱点的地方。大部分心理健康的人，投资赢利是必然的，而多数心理失衡的人去炒股，赔钱也早已是命中注定。手段、方法、知识、经验和工具都只是催化剂，它们只能加快财富变化的速度，而不决定变化的方向。真正决定投资者前进方向的因素在投资者的心里，是一些无形的东西，例如性格、德行、品行等等。本书的最后部分还将更多地探讨投资者在心理和信念方面的修炼问题。

所以，练就健康的心理是做投资高手的一个重要条件。**真正做到了君子坦荡荡，不自欺欺人，市场也就不容易欺负您了。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会控制自己

人的心理状态对投资决策影响很大,学会控制自己的心理是很重要的一项本领。有过几年实战经验的投资者就会发现,掌握大盘阶段性的运行趋势有时并不难,而难的是在得出结论后如何说服自己去执行!因此,学会控制自己是投资者必修的一门功课。对股市的职业投资者而言,世界可以划分为简单的两部分,第一部分是自己以内的一切,第二部分是自己以外的一切,即唯心和唯物,主观和客观。如果一个人可以控制第一部分,那么他就可以立于不败之地,如果再可以控制第二部分,那他就是这个市场的主宰,但如果只能控制第二部分而不能控制第一部分,那他可能是一个恶魔,就像某些势力无边的恶庄,最终将因无法战胜自己而毁灭。

对于大多数非垄断性市场而言，所有的人都不可能控制整个市场，因此首先要学会操控、同时也是惟一可操控的只有自己以内的部分。尽管心理因素只占一半，但这是惟一可以努力的一半，因为另一半因素只能够接受而无法彻底改变。对于个人投资者而言，往往越是修炼到高级的阶段，越主要是心理的修炼。知识是可以学习的，而心理是很难学习的，它需要的是训练、磨练、修炼和悟性。财经专家亚当·史密斯(Adam Smith)在他的名著《金钱的游戏》一书中写到：“一个人若不能控制自己的情绪，想要在股市里玩股票就会付出高昂的代价。”笔者很想把后半句改成“无异于自取灭亡”。

要学会控制自己，首先要分清哪些是自己可控的部分，哪些是不可控的部分。对于不可控制的部分,不必也不可为之费尽心思,而对于属于自己的部分则要尽心尽力。最简单的例子就是大势的涨跌(中长期趋势),整个市场的趋势是不可控的,至少是个人投资者不可控的,而恐惧和忧虑是可控的,控制好情绪,才能保持理性判断的水准,也才能在股市中长期稳定地盈利。所以说,猜测明天是涨还是跌,并没有多少意义,关键是考虑好涨跌之后您如何操作。

区分主观与客观似乎是非常容易的事情，但事实并非如此，要知道，别人的主观是一种客观，自己的客观有时是一种主观。例如，市场中很多中小投资者都热衷于打探庄家的意图，其实这是中小投资者的身外之事，是自己

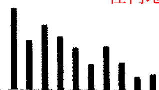
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

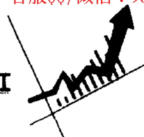
所不能控制的事情。即使庄家真心告诉您明天的坐庄计划，您也难保庄家一觉醒来不会因其他因素影响而改变主意却忘了或来不及通知您。相比之下，自己用多大比例跟庄，出现意外后如何止损等等，反倒是自己应该思考的问题。那些在庄家（别人）脑子里的主观问题，对于其他投资者而言就是客观问题了，是难以操控的部分。又如，某投资者根据历史数据，详细计算出了某股票收益率的期望值、收益率的方差、概率分布等等，准备据此进行投资。尽管这些努力都是有意义的，但必须提醒的是，在这些客观历史数据和分析判断上做出预测却是主观的，是该投资者个人眼中的“未来世界”，尽管有很多人使用相同的资料、听取相同的咨询、采用相同的分析方法，但结果很可能不一样，而将来的真实结果怎样，就更是另外一回事了。因为市场没有按照自己精心分析的那样演变而生气，那是没有意义的。**所有的分析和预测都是主观的，不论方法看起来是如何地客观。只有发生了的事实才是客观存在的。**

主观判断与客观判断的最大区别是其相对性，在这个方面，阿Q一些反倒不是一件太糟的事。

有时，当股市接近底部的时候，低迷的市况往往造成投资者产生过度悲观的情绪。经常是一些明明业绩稳定、产品质量好、信誉高的公司，股价却像断了线的风筝。特别是在经过股市残酷洗礼后树立的投资理念，被残酷现实所玩弄的时候，很多人会变得沮丧。于是一些彻底绝望了的持股者终于放弃自己的信念，开始抛弃那些曾经下决心终身相守的优质股票。其实，普通投资者大可不必悲观。这时，翻翻那些超跌股的图形不难看出，当前股价已经跌到成交密集区的下方，持股者早已绝大部分被套。再从年报、中报和各种公告中查查这些股票的主要股东情况，就可发现，其中有不少证券公司、证券基金、信托投资公司的名字。由此可知道，这些有实力、有经验的“庄家们”也被套其中，并可以估算他们的持仓成本。既然有庄家和机构陪着大家“坐牢”，散户们又何必害怕寂寞呢？对于这样的个股，中小投资者们完全可以充满信心地继续持有。**在股市里能比庄家过得好，还不足以欣慰吗？**另外，有时一些稳定成长的股票实施了配股，由于配股价较高，持股者怨声载道，于是股价连连下挫，配股也有不小的比例没人交款认购。于是，几千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





万的配股有近一半砸在了承销商手里。这样的股票，中小投资者如果能在配股价之下 10%、甚至 20% 的地方买一些，并与庄家同甘共苦，大多会在不久的将来得到些回报。当然这些不是规律。

股民在股市投资，常常对庄家又爱又恨。既想紧跟着实力雄厚的庄家，坐一段轿子，又怕被瓮中捉鳖。其实，中小散户不如胸怀宽大一些，发现哪只质地不错的个股中有庄家被套，伸手拉一把，反正成本比庄家低，日子比庄家过得好，就应该心满意足了，不必对自己要求太高。有了这样的心态，还愁不能理性看待贪婪和恐惧吗？

另外，对于眼下难有判断依据的问题，不妨看远一些，把心中的问题写出来，想一想 20 年后会如何看待现在的问题。美国青少年中有句流行语"What would Jesus do?"，意思就是"上帝会如何做呢？"，想想自己最敬佩的人会如何处理当前的情况，就可以避免自己主观情绪上带来的偏差，导致判断力的丧失。学习一些控制自己情绪的小技巧，是非常有用的。有意者不妨翻阅一些这方面的书籍，练习一下。

最后讲个小游戏，或许更有助于理解自我心理控制的意义。大家在玩"剪刀、石头、布"的游戏中，有时会出现平局，这时双方一般都会紧接着再出招儿，这时就来不及过多的思考，一般就容易暴露出心理上的某些弱点，如潜意识的惯性。例如，平局时双方都出"剪刀"，双方看到对方出"剪刀"，潜意识里就不自觉地想出"石头"，利用这种惯性就应该选择出"布"来克制对手。不信，您可以跟身边的朋友玩一下，一般在没有被人发现之前都会有很高的取胜概率。但作为自己而言，应当尽量避免出现这种潜意识的惯性效应，要么有意变化一下出招的规律，要么思考一下再出招，免得被对手利用了自己的弱点。在市场中投资屡屡不得手时，就应该注意随时修正一下，免得自己的弱点一再被市场所利用。

秉性左右收益①

如果说职业对性格和心理素质存在某些要求的事实，已经被越来越多的

① 本节中的表格及部分结论，摘编自《投资心理学》一书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



追涨杀跌好辛苦

人所接受的话，性格与股票投资业绩存在某种联系也就不足为奇了。那么怎样的性格有利于提高股市收益?做职业股市投资者又要求怎样的性格特征呢?

韩国著名棋手李昌镐一度称霸世界围棋，人称“石佛”。他的这个雅号就是形容其性格稳重、冷静的一面。围棋博弈需要极度的冷静思考，股市也是一个博弈场，冷静、稳重、理性的性格自然是有助于投资水准的发挥。

有人对成功投资者心理素质的总结，发现了以下一些性格方面的共性特征：

1. **独立判断力强：**股市投资必须有独立的判断能力，判断的依据可以来自他人的信息和评价，甚至直接是他人的结论，但自己必须有自己的思考方式和支持自己下结论的自信。有时为了保持自己独立性的正常发挥，可以远离交易现场、不看或少看电视、报纸上的股评。
2. **耐性好：**投资是一项需要毅力的心智活动。连一场电影都没有耐性看完的人是不适合股市投资的。不论是中小投资者还是基金经理，都需要耐心，市场行情中，有时比得就是谁耐得住性子。
3. **良好的心理调节能力：**投资收益的期望值与实际收益水平往往有差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

距，有时甚至相当大。如果收益高出预期，大可不必自以为是，亏损严重，也不必垂头丧气而一蹶不振。赢输乃投资之常事，调整好情绪，使自己快速进入下一轮博弈状态，这是一种关键性的决胜能力。

4. **思路敏捷、行为果断：** 善于思考和分析，善于总结失败的教训和成功的经验，善于随市场的变化调整自己的行为，并在机遇面前果断行事，这也是非常必要的性格特征。

5. **自我管理能力强：** 包括自我情绪的控制能力、自学的能力、投资计划的设计、实施和管理的能力。

当然，上述能力也存在相对性的问题以及度的把握。这些性格在度量上都是相对的，只要投资者好于平均水平，就可以认为具备了做职业投资者的最基本性格素质。这一点，不妨回忆一下从小学到大学，自己在班级、年级、学校乃至社会总体环境中的表现，就可以有一个大致的结论了。很明显，一个小事不愿做，大事做不来，事事都无成的人，在股市上同样会遭遇失败，除非惨痛的失败能够激发自身的再造机能。

除了上述心理素质外，投资人的自然气质也会对投资有所影响。人的气质主要是指心理活动的特征。衡量一个人的心理活动，可从能量和时间来描述性格，能量描述人的反应性和活动性，时间反映持续性和灵活性，根据这些指标的差异，人的气质类型分为四类，见下表。

气质类型	神经活动类型	行为特征
胆汁质	兴奋型	急躁、果断、兴奋、易冲动、不易约束自己、缺乏耐性、外向型性格
多血质	活泼型	活泼好动、反应灵活、好交际、注意力易转移、兴趣易变换、具有外向性
黏液质	安静型	安静、稳重、迟缓有节制、沉默寡言、不好交际、注意力不易转移、缺乏敏锐性、具有内向性、能坚持准则、不受流言影响
抑郁质	抑郁型	小心谨慎、消极防御、反应迟缓、行动刻板、情绪体验深刻、善于觉察细节、具有内向性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从上述表格中不难看出，“多血质”和“黏液质”属于相对平衡的气质，不太走极端，而“胆汁质”和“抑郁质”相对容易走极端一些。这四种气质，各有优点，也各有缺点，因此在参与投资时，特别是选择策略和方法上，需要经常注意规避自己气质上的缺点。现实的人们，大多是两种甚至三种气质的混合体，因此要注意结合那些自己所缺少气质的优点，使自己趋于平稳和平衡。

性格和气质多少与性别还有关系，男性通常比女性更敢于冒险，也偏向急躁，这些特征也会导致男女投资者在收益方面的差异。2000 年两位美国学者[①]对此进行了研究，他们对美国 3.5 万名个人投资者从 1991 年至 1997 年间的股票交易进行了统计，结果发现，男士的平均换手率每月为 6.11%，而女士的则为 4.41%。而且还得出结论说，男士投资者比女士的股票交易频率快得多，所持有股票的风险系数也比女性高。交易频繁往往意味着更多的交易成本和失误，因此调查者中男性投资者的年回报率平均比市场大盘指数落后 2.54%，而女性平均落后 1.84%。可见，不同的秉性对长期投资收益会产生潜移默化的影响。

庆幸的是，股市有不同的炒作方法，更有不同性格的股票，选择适合发挥自己性格特长的投资方法和投资品种才是成功的基本保障，不必随波逐流，盲从别人的投资风格，选择并不适合自己的投资方法和投资品种。**“适合的才是最好的”**。

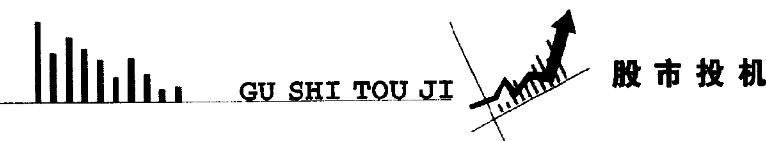
您适合投资股票吗?

本书读到这里，您是否已经将股市投资作为自己的职业选择了呢？这可是一个关键性的问题噢，职业选手和业余选手，在很多方面都是截然不同的，例如玩玩篮球和想进入美国 NBA 联赛可有天壤之别啊。

虽然，形形色色的人都在炒股票，也都可以炒股票，但不是各色人都可

① 2000 年美国加州大学教授巴波(Brad Barber)和欧门(Terry Odean)在当年美国《经济学季刊》上发表了一篇题为《男女有别：性别、自信与股市投资业绩之关系》的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以稳定赢利的，都适合做职业投资者的。如果说，您认为什么都不能改变您已经万分坚定的决心，不论什么结果都不会改变您已经做出的选择，那么，可以直接跳过这一节，往下阅读。这一节是专门为举棋不定的投资人准备的。

在做如此重大的人生决策前，首先要确定的是年龄，如果 20 岁以下，那么不要犹豫，去试试吧，投资生活会教会您很多。如果您能坚持两年的专业投资，一定比上 4 年大学更有收获(除了文凭)。如果 35 岁以上或者成家有了孩子，那么必须已经有了足够保证全家人小康生活水平的积蓄，最好爱人还有份稳定的高薪工作。如果您不考虑这些，说明您是个不顾及家人、没有责任心的人，如果赌徒心理很强，对家庭极具破坏性，可能并不适合做职业投资者。在年龄方面，最好在 45 岁以前决断，否则，3－5 年的磨练期之后，人就快 50 岁了，这个阶段的人大多在思想方面容易进入固化阶段，对新事物的接受能力就会比较差，因此，50 岁之后才开始投资生涯，就比较容易被多变的市场所淘汰，当然并非绝对。

回首 1996 年至 2002 年的连续降息，使当时很多的老百姓主动或是被动地参加到股市投资的大潮中。这些人绝大部分都是业余选手，经过一番洗礼后，有的仅呛了口水，有的则片甲未留。一些善于反省的人便回头是岸，从新打工、上班了。终究在大多数人看来，“职业股民”还算不上一份正经职业。这种情况下，如果是职业投资者，是不能给自己留退路的，必须要学会在严冬里生存。因此，当职业投资者的一个前提条件不是股市里能挣多少钱，而是股市持续低迷的年头里，您仍能够同牛市里一样潇洒地同家人一起享受生活的阳光。

有句老话讲，“女怕嫁错郎，男怕入错行”。如果抛开男女界限的话，这大概是告诫人们选择行当是件顶重要的事。选择职业投资者对于个人来说也是十分重大的决断，一旦做出选择，就要抛开稳定的工作，潜心研究投资。倘若几年后不成功时再想改主意，退出成本是很高的。时下很多行业都搞资格认证，很多部门也举办资格考试，这是个好气象。至少这让很多人减少了入错行的机会，既大大降低了个人的择业风险，又在某种程度上对行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的健康发展提供了保障。2003年开始，证券从业资格考试向社会开放，您不妨先考考自己，看看是否对证券市场的事情非常感兴趣，同时也可以认识一些这方面的专业人士，更多地了解这个市场和职业投资者的生活方式，然后再做决断。

如果有类似资格考试的门槛，当然就能少让一些人葬身股海了，但现实中的股民学校和证券从业资格考试都不是针对职业投资者的。因此，决心做职业投资者的人必须三思而后行。笔者在这里提供一些假设性的问题和选择，供准备献身的朋友们参考。

1. 您参与股市的目的：

A. 赚钱　　B. 玩玩　　C. 学习　　D. 投资　　E. 兴趣

F. 事业

2. 您投资股市的资金占您拥有总资金的比重为：

A. 20%　　B. 50%　　C. 100%　　D. 大于100%

3. 您投资股市的资金来源：

A. 工资积累　　B. 家庭融资　　C. 朋友合资

D. 长期闲置自有资金　　E. 银行贷款

4. 家庭成员对股市投资的态度：

A. 全家皆股民　　B. 不知道　　C. 支持理解

D. 不关心　　E. 支持但不干预

5. 您以前的职业背景：

A. 下岗工人　　B. 脑力劳动　　C. 体力劳动

D. 从事证券相关职业

6. 每周能够用于研究分析股市的时间：

A. 5小时　　B. 10小时　　C. 20小时　　D. 60小时以上

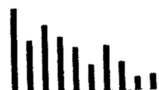
7. 您获得消息、行情的途径：

A. 去营业部　　B. 看报纸杂志　　C. 与朋友交流

D. 图文电视　　E. 宽带上网

8. 您认为最能发挥您优势的操作方式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





A. 电话委托　　B. 现场电脑自助　　C. 网上下单

D. 由其他人代理

9. **如果您从1万元起步到拥有1000万元后，您还能够一次承受多大的损失呢？**

A. 10万　　B. 100万　　C. 500万　　D. 1000万　　E. 2000万

10. **您认为自己最大的投资优势：**

A. 不怕套　　B. 有专家指点　　C. 消息灵通

D. 自身的智慧和经验

笔者没有必要为上述问题提供标准答案，因为您选择什么并不重要，重要的是，您应该知道职业投资者的选择应该是什么。如果您不知道，那么最好在看完本书后再反思一下。

找寻大众的心理足迹



禁忌的迷雾

股市投资者几乎没有不知道牛市和熊市的，而且在历经牛市的疯狂和熊市的煎熬后，大多会对“牛熊”二字有格外深刻的体会和情感。翻开深沪股市的走势图，1992年、1993年、1996年和2000年的大牛市跃然纸上，同时1994年、1995年和2001年的大熊市也是明明白白。指点历史，牛市和熊市真是泾渭分明，一目了然。但是，当人们身处其中的时候，又有多少人能够给出一个清清楚楚的说法呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾经与一位做股市分析的朋友聊天时，听到他直截了当地称当时的市场为“熊市”，使我不禁问道：“大家不都说是牛市中的调整吗？”朋友忿忿地反问道：“大家的钞票都被狗熊吞掉了大半，难道还要抱着熊腿当牛蹄吗？”

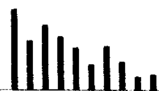
对股民而言，“熊市”是那么的近，因为它就在眼前，但又是多么的远，因为这个词与“牛市”相比的确很少能够听到、看到。每次股市创出新高后，人们总爱憧憬大牛市的展开，但接下来的却往往是回落，而陷入漫长的下跌调整时，却很少有人敢于直面熊市，很少有人直呼熊市，似乎在人们的嘴上和笔下是永远没有熊市似的。有心人不妨统计一下熊市期间的种种分析评论，其中敢于直呼熊市的文章，一定鲜有发现。相反，人们对下跌的描述几乎总是“牛市中的回档”、“蓄势整理”、“暂时的调整”等等。这许许多多给人以憧憬和希望的字眼儿，不知使多少怀抱幻想的投资者一步一步地坠入了套牢的深渊。当然，这不仅是股评者们的偏差，而是当事态向坏处发展的初期，人们普遍心存侥幸的一种心态。不过，也许只有当人们真的敢于大呼“熊市”的时候，熊市也就不再那么可怕了，甚至已经悄悄接近了尾声。

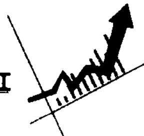
在说话和写文章时，忌讳并避开一些不吉利的字眼儿，这大概是渊源文化的积淀，更是中国特色媒体的一贯偏好。“前进道路中的坎坷”、“主升浪之前的回调”，这些充满诱惑的用词常常成为套牢者的精神支柱。的确，真正的下跌与真正的回档，并不是容易区分的，这就好像有些地方在办丧事和喜事时，都要敲锣打鼓、大吃大喝一番，但形式背后的实质是截然不同的。投资者如果没有能力学会自己辨别其实质上的差别，那么至少应该在确认趋势的时候，不要再自欺欺人。

研判股市的趋势，本身已是件十分困难的事，但人们的某些偏好，在无形中给事实蒙上了一层迷雾，遮住了原本就不一定是慧眼的双目，这就更增加了判断的难度。敢于承认现实，直面市场，坦诚地面对“牛熊”二字，惟有这样，投资者所做出的判断才可能离现实更近一步。

有时间，翻阅一下旧报刊也是一件有趣的事，看看当时的人们如何在是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





非面前发表看法，是相当有助于分析当前舆论的。如果您正在被眼下市场里的观点搞得不知所措，不妨翻阅一下上一轮行情中类似阶段的报刊，看看当时的舆论是否与现在类似，而后来的事实又是怎样的呢？

其实，市场还有不少类似的现象。例如，1999年4月的某日，当时的股指总体上稳步走高，可哪个涨得最多呢？打开电脑一看涨跌幅排行，不禁觉得有些好笑，因为这时的涨幅冠军股票叫做“冰熊股份”，而不是什么“火牛股份”。记得这“冰熊股份”刚上市的时候，不少投资者就有所忌讳，觉得买什么股也不碰这只听起来如此“晦气”的股票。没想到，终有一天“冰熊”成了“火牛”！如此讲究风水的不仅仅只是投资者，一些上市公司也有过之而无不及，他们在注重名称的同时还相当在意挂牌的编号。例如，深交所的股票中至今（截至2003年）仍没有“0044”、“0414”、“0054”等编号的公司，似乎沾上“4”字就会离“死”不远了。

更为巧合的是，从数字上看颇为吉利的两个编号“000508”和“000518”所对应的公司却是“琼民源”和“苏三山”，前者因违规后被置换成了“中关村”，另一个则是首批被摘牌的公司，后重组成了四环生物，不知当您读到此时，这两个公司是否还在挂牌交易，或又更名改嫁了？

语言的禁忌，原本是一些人善意地用来蒙骗另一些人的，千万别不自觉地把自己陷了进去。

明天的偶像

群体心理上的偏差除了表现在语言的禁忌上，更表现在羊群效应上，即俗话说的“一窝蜂”行为。例如，在对投资偶像的追随上就是如此。1997年是长期投资理念在深沪股市颇为盛行的一年，与此相伴，美国投资大师沃伦·巴菲特的名字也一度在股市里时髦起来。就像一谈到绩优成长股，就不得不提及当时的长虹、发展一样，巴菲特的投资理念成了众多中国投资者津津乐道的话题。同时，不少梦想在股市里发财的年轻人似乎也因此找到了崇拜和效仿的偶像。但深沪股市真的适合运用巴菲特的方法吗？当时却没多少人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站出来指点一二。

当时的巴菲特就已是个近70岁的老头儿了，总结他几十年投资生涯的经验，其最精华的理念主要在于以合理的价位买入稳健成长的股票，然后一路持有，惟一要做的就是“趴着不动”，不为市场的噪音所干扰。虽然这种“处市”的心态有些像缩头乌龟，但的确能让人在股海的潮起潮落中生存上千年、万年。巴菲特自身的成就便是最好的例证。

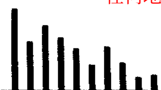
但是，自从深沪股市跨入1998年后，股市里忙碌的人们似乎变得有些急不可耐，对于巴菲特的“乌龟招数”也开始有些厌倦了。于是，人们的思路开始像兔子一样飞快地跳跃。从得知上市企业亏损便立刻推测到资产重组，紧接着又从资产重组推导出业绩的翻番。这样，一个上市公司艰难的扭亏历程，在投资者的大脑里只需瞬间就搞定了。尔后，大脑的认识再迅速反应到行动，于是股价自然也就像兔子一样蹿了上去。

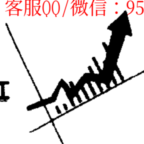
市场变了，让人崇敬的巴菲特似乎也老了、过时了，成了保守、固执的象征。于是，被冠之以“金融大鳄”的乔治·索罗斯便被捧出来取而代之。这位在国际金融市场搏击中有过辉煌战绩的投资家，与巴菲特几乎是同龄人。在1992年的欧洲货币危机中，他曾一个月净赚10亿美元，“扳倒”了英格兰银行，成为国际炒界赫赫有名的“金融杀手”。他作风勇猛，喜欢挑战，素有“投机之神”之称，这一特点正好迎合了深沪股市当时炒作重组概念的投机氛围，于是他便成了只争朝夕的淘金者们的新偶像，就连他那苦涩难懂却又充满哲学思想的《金融炼金术》也成了1998年的畅销书籍。

比较这两位同龄而又同是美国人的投资大师，两者虽然所持的投资理念几乎截然相反，但历经同时代金融市场的大浪淘沙后，均取得了举世瞩目的成就。如果把一位的策略比作乌龟，另一位的策略比作兔子，那么孰优孰劣，恐怕并不是能轻易地下结论，不同的市场需要不同的策略和理念。一窝蜂地追随任何一种理念都是无益的，只会降低这种理念的操作效率。常变常新是市场炒作所表现出的根本特征，**“变化”才是股市里的永恒。**

所以，如何辩证地处理市场变化性和投资理念持久性的关系，是投资者心理上经常面对的难题。当大家都相信了格雷厄姆的“寻找7倍市盈率”的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





办法能赚钱，并付诸行动后，这市场上就不会再有这样的股票存在了，这个办法就不太灵了。可是，当我们大家放弃这个信念的时候，这个办法却往往又变得相当有效了。在整个市场热衷于某种投资方法时，或许正是应该考虑放弃这种方法并调整心态和理念的时候了。

市场的记忆力

市场是由千千万万的人组成的，人的学习能力、记忆能力和模仿能力在市场中也会得到显著的体现，并成为衡量一个市场整体特性的重要指标。

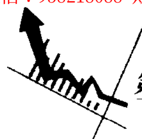
在市场中，一个赚钱的方式发挥了明显的赚钱效用后，在多长的时间里被其他投资者学会、领会甚至模仿，这个特性是市场大众学习能力的综合反映。如果您过于偏离大众的特性，就会有一定的麻烦出现，不论您的能力过弱还是过强，都可能不是好事，最佳的能力是处于市场的中上游水平，或者叫“领先一步”。

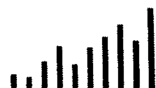
观察深沪股市，其整体的学习能力呈现明显的逐步提高趋势，颇有些符合企业管理中的“学习曲线”。例如 1996 年，新股发行的认购收益率就在 30% 左右，而且几乎是无风险买卖。但大部分中小投资者，甚至包括部分机构投资者都沉迷于二级市场，场外资金也不甚了解这个发财的宝地，直到 1998 年后，市场的申购大军发展到 6000 亿元，一级市场的超额收益率才降了下来。相比之下，2003 年初的可转债赢利机会，很快就被机构投资者挖掘出来，不到三个月的时间，可转债在申购和投资方面的显著机会就消逝殆尽了。市场的学习能力从两年提高到了三个月。换句话说，就是一个市场中出现的具有超额收益率的赢利机会，在不到三个月的时间就会被市场学会并效仿，进而导致超额收益机会的彻底消失。

市场中机构投资者的赢利模式也是大家共同关心的话题，但随着市场的成熟，一个有效的赢利模式可以真正在市场中有效赢利的周期越来越短。例如，1993 年秋，“宝延风波”①创造了第一个通过公开收购题材吸引买盘，并

① 1993 年 9 月 30 日，深圳宝安在上海交易所公告，收购上海延中实业 5% 以上股份，成为深沪股市二级市场上的第一个收购案例。参考资料：http://www.3rd56.com/jingtai/anli/files/anzifenlei/wind.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





利用当时账户管理上的粗放，轻松实现二级市场的超级赢利模式。之后，爱使股份、飞乐音响等三无概念股都曾出现过此类的炒作方式，到1996年申华实业上市，广东三星和君安证券之间还上演了一出股权争夺战，把这种收购题材的赢利模式发挥到了极致。此后，北大、裕兴电脑等在延中上再度操练收购游戏时，市场已经对此了如指掌了，即使采用一致行动者的新说法，但仍然被市场视为故伎重演，没有太多新意，更没有太多利润可赚了。前前后后，假收购真炒作的游戏玩了近10年，最终随着多账户分仓手法被交易所电脑严格监视以及股票账户实名制的推行，这种假收购真炒作的游戏再也玩不下去了，除非还能在某个环节上“创新”一把。

还有一个观察市场学习能力的例子是新股的二级市场定价。如果新股定位出现“低开高走”并给申购者带来丰厚利润，那么很快申购到新股的投资者会偏向持股，于是新股定位转向“高开高走”。随着价位的偏高，后续新股终将出现“高开低走”的上市走势，教育持有者不要待价而沽，应及早了结。慢慢地新股的定位进入“低开低走”阶段。不久，由于新股相对容易炒作，上市价位又低，便又会吸引主力资金，很快就又进入“低开高走”阶段，如此循环往复。这个学习现象在1994－1999年之间周而复始，来回重复，呈现出相当明显的规律性，存在可操作性很强的赢利机会。到2001年后，这种新股定位的起伏逐渐减小，周期性也逐渐减弱，承销商的发行价定位越来越准确，机构投资者开出的上市开盘定价也日益一步到位，使得上市价格波动的规律性逐渐淡化，赢利机会也逐渐减弱和消亡。

除了上述例子外，市场情绪的传染速度也是相当重要的市场特性。在散户为主体的早期市场中，由于信息传播效率低，中小投资者的判断力弱，因此，利空和利好传言对市场情绪的传染效果很强，有时主力拉高和打压中，一小半用资金，一大半用谣言来影响大众情绪就可以达到目的了。但机构投资者的日益增多和网络传播信息的效率提高，谣言在市场中衰减得很快，因此，情绪传染的周期也大为缩短。就2003年的情况看，谣言传播的有效时间已经可以缩短为24小时。一般情况下，相关上市公司和监管部门在第二天都会做出必要的反应。许多传言在第二天开盘前就被“辟谣公告”大白于天下了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场中，以前这些由于大众心理偏差而出现的投机机会，已经越来越少了，也越来越因被迅速模仿而导致失效。那么，以后还存在类似的机会吗？

回答是肯定的，只不过需要投资人更精心地观察、更快速地反映、更有效地利用。在这里**不可能对未来的投机机会说什么预言，即使说了什么类似“发财通则”之类的公式，那么等您看到这里的时候，这些通则也早被市场的学习能力所废除了。真正的“发财绝技”只有靠您自己去发现和创造。**

股性与人性

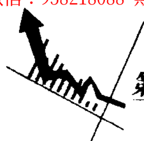
股性一词对于投资者而言并非陌生，但什么是股性，股性又是由什么决定的呢？

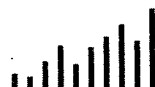
一般投资者眼中，股性是指股票的活跃程度、走势的特性、与大盘指数和同类股票之间的关联性等。其实，从大众心理的角度看，所谓股性，不过是股东性格集合在市场上的体现。某只股票持有者的性格总合，就决定了股票的性格表现。有些投资者总喜欢在自己熟悉的几只股票操作，有些地方企业的股东中很大比例是当地人，有些机构长期在个别股票上操作，这些现象都为研究相对稳定的股性提供了可能。

把握股性不是一件容易的事情，原因主要在以下两方面。第一，股性由人性加权集合而成，加权的权重就是持股比例的多少，谁持股多，股票就更多地表现出谁的性格。但每日交易的进行使得一只股票的股东并非一成不变，即权重比例和持有者同时发生着变化，而且这种变化即使是交易所和登记公司也是不易进行量化统计的，因为很多账户和股东背后可能有着共同的实际控制人，这使得股性研判变得更加扑朔迷离。第二，即使股东变化很少，各自持股比例也保持稳定，就好比强庄控盘的情况，但人的情绪对于其他人而言也是不具备稳定性的，因而同样是不易把握的。当然，即使这样，把握股性也不是没有一点儿线索。

例如，某些股票的股东相对稳定，股性就相对有较好的延续性。这一现象在深沪一些最早上市的本地股中表现得比较显著。由于这些股早期让一大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





批深沪本地市民发了财，因此他们对这些股有比较深厚的感情，不但愿意长期持有，而且与股票中的主力也有长期的磨合。依据这个思路，对于基金重仓持有的股票并通过长期跟踪相关基金经理的风格，就大体可以了解这些基金重仓股的股性。当然，必须随时关注主力和基金是否已经“移情别恋”。

股性对于投机者而言，就像公司业绩对于基本面分析者一样重要。分析股性的主要目的就是为了预测股票未来走势的规律性，估算未来的收益率和方差。与基本分析相比，股性分析比较随意、比较主观，目前也还没有特别公认的理论成果，所以，笔者在这里也只是谈谈各种思路。

第一种思路是沿用技术面分析的思路，分析股性可以从历史表现入手，这样就可以沿用包括K线图在内的所有技术分析方法，而且数学资源丰厚的投资者也可以应用数理统计方面的工具和最新成果，对历史数据进行实时跟踪。而且也可以尝试建立股性模型，并根据每日的最新数据，不断调整股性模型的参数设置，以尽可能多、尽可能新的数据来估测股性模型参数。然后针对股性模型特征制定投资策略并不断调整。

第二种思路是沿用基本分析的思路，深入分析公司的重要股东。首先可以将决定股性的因素分为三个方面。一是流通股股东，二是非流通股股东，三是其他的股价利益相关者。由于我国股权的二元结构(甚至是多元结构)，大股东的股权往往是不能流通的国家股和法人股，因此，在股性模型中必须与流通股股东区分对待。他们对股性的影响虽然通常没有像流通股股东那么直接，但实际上的影响更隐蔽、更本质，因此，在考虑的方面和思考的模式上也与流通股股东完全不同。例如，大股东与上市公司的关联性，人员、财务的独立性，自身产业的融资需求等等，都是流通股股东模型中不太重要的。第三，其他的股价利益相关者，主要是指公司股东以外的对公司股价有影响的人或法人，有些可能是股东，但不是以股权方式来影响股价的自然人或法人。例如，企业当地的主管部门和监管机构，当地政府中与该上市公司关系密切的主管部门和主管领导，公司的高级管理层等等。通过详细分析总结和考证这三方面的性格和行为规律，来评估和预测股性。当然，这第二种思路也可以建立模型，并进行量化处理。当然这种复杂的工作主要是机构投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的功课。对于投资规模不大的个人投资者而言，能够了解"湖北股造假"[1]、"济南上市公司亏损"[2]、本地股活跃、MBO等等现象，给予适当的重视，关注并积累对股性的分析经验也就足够了。**当然还要时刻注意不被表象和过去的经验所迷惑。**

把握大众的脉搏

个体心理的问题，其实主要是投资者自我心态和行为纠偏的问题，研究其他人的个体心理没有多少参考价值。大众心理相对于个体心理而言，规律更容易把握一些，规律的演变也比较缓慢，因此，市场研究成果的有效性相对好一些，有效期也相对长一些。

一个时期的市场性格对于把握大势是很有帮助的，特别是当市场出现突发性事件时，了解市场大众的性格，是分析大势的一个重要辅助指标，否则，即使提前知道了消息，也会因对市场反应的判断错误而搞错了操作的方向。例如2002年的"6·24"行情，当时经过1年多关于国有股流通问题大讨论，绝大多数投资者对股市二元结构的深层问题有了前所未有的深刻认识，而且随着机构投资者比例的提高，市场性格很快趋于成熟。如果说2000年以前，深沪股市是"年少无知"，那么2002年的"他"已经学会自己独立思考了。2002年6月23日，国务院决定停止通过国内证券市场减持国有股。从实施减持国有股筹集社保资金到"暂停"再到"停止"，市场对最终出台的所谓"停止"概念已经有了自己的认识，不再会头脑简单地从利好或利空上去理解。所以，能够看到市场的成熟和性格的变化，就可以预见到消息出

---

① 2001年，康赛集团、活力28、幸福实业、湖北兴化等湖北上市公司的造假行为中，全有湖北立华会计师事务所的身影。参考链接：http://www.fsi.com.cn/stock600/point604/604_0110/604_01100902.htm

② 2002年度，济南市市属及管理的5家上市公司因连续两年以上亏损或每股净资产低于股票面值等原因，均被特别处理，成为一色的ST(包括ST小鸭、ST金泰、ST渤海、ST轻骑和ST济百)，其中ST轻骑、ST渤海两家已连亏三年，被暂停上市。济南上市公司上演了一出"全军覆没"的悲剧。参考链接：http://www.chinaacc.com/new/2003_5%5C30519094311.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台高开后追入的资金增量将十分有限，由此也就不会轻易在“6·24”行情中追高被套了。

那么，我们如何才能更准确地把握大众心理的特征和当前的状态呢？我们不妨套用一下中医的“望闻问切”，虽然不很准确，但大体就是这么个意思。

“望”也就是看，还可以包括听，是四大措施中的首要，也是基础。首先是看报纸，当然以证券类的报刊为主，也包括电视、网络、广播等媒体，方便时还可以到营业部看看人气如何。例如，当营业部的报单电话已经出现打不进去的时候，市场的热度就可想而知了。此外，投资基金的持仓变动、开放式基金的发行与赎回、同业拆借市场的利率变化、新股发行的速度与节奏等等，也都是比较重要的参考信息，而这些信息背后的含义以及之后的效应则需要看个明白、看个究竟。

“闻”也可理解为嗅觉和敏感，是在“望”的基础上的提炼和延伸，是看市场人士文章后的回味，是阅读新闻后的思考，是听取专家意见后的启发，而不是简单地判断为利好、利空。

“问”可以理解为交流，与市场相关人士的交流，可以是股友之间的促膝谈心，也可以是同行间的喝茶聊天，此外，网络论坛上的唇枪舌战也是一种形式。思想之间不断的碰撞才会出现闪光的火花。

“切”则可以理解为实际操作中的感觉或直觉，比如盘子的轻重、跟风盘是否踊跃、割肉盘是否吝啬，各个关口的实际阻力和支撑强度等等，是与市场接触中的反馈信息。

通过“望闻问切”的过程，投资者就可以基本了解市场整体的情绪、交易的热度和大盘股性的偏好了。在对大盘个性有了了解之后，就可以对个股的股性和投资者个人的个性进行更精细的调整了。一般情况下，个股股性和个人性格，相对于大盘和大众而言都常常呈现橄榄型(或称正态分布，尽管有时不太对称)，即两头走极端的人很少，而随大流的从众者居多。因此，这种情况下，如何定位自己的投资行为和操作个股的股性，就需要综合考虑风险与收益的关系。

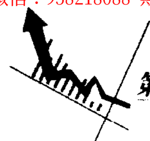
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

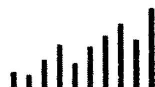
就个人来说，整个市场趋于非理性狂热，而自己如果过早采取反向操作，就可能丧失最诱人的那段收益，如果采取从众策略，就可能来不及撤退，成了“温水里煮着的青蛙”。因此采用跟跑策略，不失为一种风险收益总体较好的方式。在熊市尾声，尽量采取一些冒进的策略，不做最乐观的“死多头”，但起码时刻准备好迎接牛市的来临，在行情初期也可以多采取一些积极的战术，紧跟着第一方阵的龙头股操作，这样的庄家可以抢先吸引更多的观望资金，便于实现全身而退。但到了行情中后段，就应该“前队变后队”，向保守思维靠拢，调整心态使之更接近“死空头”的行为。俗话说，“兵败如山倒”，股票资金撤离时也是这个道理，有过实践经验的投资者都会对此有所体会。还有些老股民兼球迷的总结说，在抄底的时候最佳的做法是“抢第二落点”，这很形象。在出货时，是否也抢第二落点，就看您的风险偏好了。不过“枪打出头鸟”，这道理在哪儿都多少适用。

当然，从众行为有时也是一种顺势而为，而反向操作有时却是逆水行舟，关键是在不同阶段中调整好心理，发挥最好的判断力。同理，个股的操作风格也可如此。例如在市场几近疯狂的牛市里，还要继续“中科创业”式的操作，那无异于是在对市场和监管挑衅，大多没有好下场。相反，在持续低迷的熊市里，稍稍“霸道”一些的炒作，一般容易获得方方面面的纵容或默许。

俗话说“知己知彼、百战不殆”。坐庄者要揣摩跟风者的心态，中小投资者则需不停地猜测坐庄者的心思。心理预测本身就很不确定，再加上市场中有诸多不确定因素，预测的结果就更是“事事难料”。因此，不论是被动型的中小投资者，还是主动型的个股主力，有时还需要一些阿Q精神，或学会接受现实，或学会主动放弃。例如，对于资产重组概念的炒作，由于这些举措多为公司的经营秘密，加上个股主力的参与，往往是一场戏，等到真相大白时，股价早已高高在上，中小投资者几乎就是池中鱼，只要一张嘴，上钩就是早晚的事了。同样，机构投资者对于一些暴利操作手法，也要三思而后行。否则恰巧撞到枪口上，所有风险规避措施都会变得很脆弱。所以对于他人获得了“既往不咎”待遇的危险行动也不必过于羡慕，更不能事后再心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





存侥幸地模仿，那样往往容易成为教育市场的反面典型。

要“博傻”不要“最傻”

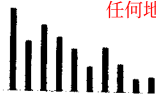
从大众心理角度分析股市的理论中，“博傻理论”已经广为人知。该理论认为，股票市场上的一些投资者根本就不在乎股票的理论价格和内在价值，他们购入股票的原因，只是因为他们相信将来会有更傻的人以更高的价格从他们手中接过“烫山芋”。支持博傻的基础是投资大众对未来判断的不一致和判断的不同步。对于任何部分或总体消息，总有人过于乐观估计，也总有人趋向悲观，有人过早采取行动，而也有人行动迟缓，这些判断的差异导致整体行为出现差异，并激发市场自身的激励系统，导致博傻现象的出现。这一点在中国股市表现得也曾相当明显。

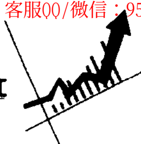
对于博傻行为，也可以分成两种，一类是感性博傻，一类是理性博傻。前者，在行动时并不知道自己已经进入一场博傻游戏，也不清楚游戏的规则和必然结局。而后者，则清楚地知道博傻及相关规则，只是相信当前状况下还有更多更傻的投资者即将介入，因此才投入少量资金赌一把。

理性博傻能够赢利的前提是，有更多的傻子来接棒，这就是对大众心理的判断。当投资大众普遍感觉到当前价位已经偏高，需要撤离观望时，市场的真正高点也就真的来了。“要博傻，不要最傻”，这话说起来简单，但做起来不易，因为到底还有没有更多更傻的人是并不容易判断的。一不留神，理性博傻者也容易成为最傻者，谁要他加入了傻瓜的候选队伍呢？所以，要参与博傻，必须对市场的大众心理有比较充分的研究和分析，并控制好心理状态。

“投资要用大脑而不用腺体”是巴菲特的名言。大脑要做的是判断企业前景和大众心理趋向，而腺体只会让人按照本能去做事。巴菲特是格雷厄姆的学生，格雷厄姆是道氏的门徒。巴菲特也不是百分百地拒绝市场炒作，只不过在没有找到更好的鞋之前决不会脱去脚上现有的鞋。所以说，对于博傻现象，完全放弃也并非是最合理的理性，在自己可以掌控的水平上，适当保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





持一定程度的理性博傻，可以作为非理性市场中的一种投资策略。

在深沪股市中，投机气氛总是或多或少地存在的，相当多的投机者并非理性，有时甚至就是疯狂赌博。对于业余投资者而言，这种博傻带来的利润不太容易把握，但对于职业投资者而言，应该尝试着利用这种市场氛围，投入一定比例的资金理性博傻。

博傻行为时常会在消息面因素的推波助澜下愈演愈烈。例如，某强势股逐日上升，市盈率越来越高，显然很不合理，并且也无消息说明该股有利多消息，但股价就是一个劲地直往上蹿，惹得低位未买的投资者心直痒，于是高价买进，而踏空者的追涨会导致股价进一步上扬，越买越涨，越涨越有人买。而不久之后，让人奇怪的是，市场自然而然地会冒出许多该股的利好传闻，不合理的涨升也成为理由十足的上扬行情。所以市场派人士常认为，与其说是消息决定走势，不如说是走势决定消息，走势好的个股会吸引买盘，也会吸引利好消息。因而选择博傻策略的人无须认真研究个股基本面，惟一需要关注的就是股价的走势和成交量的配合。追涨杀跌在这种操作上体现得淋漓尽致。严格地说，博傻理论的核心就是“顺势而为”。到底如何把握好“顺势而为”和逆向思维的关系，将在后面的部分有更多的探讨。

高价买进、低价卖出是股市操作大忌，但有人高价追货能在更高价卖出；低价卖出，还可以在更低价位补回，这当然也不是坏事，或许正所谓“艺高人胆大，胆大艺更高”。市场很多时候不能用简单的价值理论去推测，人心狂热的时候，理性的价值评估往往失效，这时，就需要从大众心理的角度来思考问题，并依据对市场情绪的“望闻问切”来判断行情最危险的时候是否已悄然而至。

除了博傻理论之外，还有一种叫做理性泡沫的理论[①]。该理论认为股票的实际价格可以分解为两部分：理论价格（或说基础价值）和理性泡沫，其中后者具备如下的基本特征：

(1)理性泡沫不是偶然现象，可以长期存在。众多投资者对股价判断的平均值并不等于理论价格，总体的估价偏差为正，或者说，除了基础价值外，

① 英文为：The theory of rational bubbles.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场对估价有一种理性的高估。

(2)理性泡沫具有可预期性，颇有些愿赌服输的味道。由于人们理性地认识到泡沫最终会爆裂，投资者会把泡沫爆裂遭受损失的风险加入股票价格的形成要素中，风险越高，则希望得到的收益也越高，这样就使股票的实际价格越来越偏离其基础价格，偏离程度随时间延续呈现逐渐递增的趋势，最终导致泡沫的崩溃。

(3)理性泡沫具有自我激励的性质。股票的实际价格增长可以分解成两部分：基础价值的增长和理性泡沫的增长，基础价值的增长速度永远低于实际价格的增长速度。而理性泡沫的自我激励会加速泡沫的破裂。

比较博傻理论和理性泡沫可以发现，博傻是双向的，牛市存在博傻，熊市也存在博傻，但理性泡沫是一种在基础价值之上的高估。对此，在第四篇中的股票估价中还有更多、更深入的分析。

股市与传销

传销给人们的印象不太好，但真正有害的是非法传销。传销在国外又称直销，一般是指企业不通过店铺经营等流通环节，将产品或服务直接销售、提供给消费者的一种营销方式。由于传销有销售成本较低等优点，国外有许多企业采用这种营销方式。但传销传入我国后，立即发生了异变，一些不法分子利用传销具有组织上的封闭性、交易上的隐蔽性和传销人员的分散性等特点，利用我国市场经济体制尚不完善和群众消费心理尚不成熟，进行各种违法犯罪活动。我国的传销，绝大多数都曾变异为非法人士组织的以拉人头为目的的大规模诈骗钱财的把戏，因而也受到了严格禁止，但直销模式还是有望被规范化后允许的。

尽管，政府对于非法传销进行了广泛的宣传和教导，但为什么有不少人愿意上当受骗呢？主要原因是在变异后的传销中，有一套宣传鼓动的理论体系，这套理论体系可以充分挖掘人性的弱点，对性格不稳定和不明真相的人可以达到诱骗效果。其实，非法传销中所谓的发财秘诀并不复杂，非法传销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

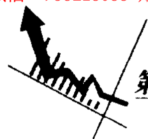
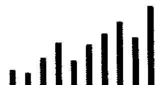
系统成功运作的关键就在于利用了人们对发展下线而发财的诱惑。传销者成功的要诀就在于挤入上线，如果不能是前几个层次的上线，则基本上就是注定做分母的命运了。但是，谁都存在侥幸心理，认为全国这么多人，下线的资源不会轻易枯竭，而并不太认真分析，真正属于自己能够开发成功的下线到底有多少。

照通常的道理讲，股市与传销之间是有显著区别的。但在面对没有任何价值的股票却能在深沪投资者手中反复流传的现实，研究深沪股市的人不得不花些时间比较一下炒股与传销存在共同点背后的原因。2003 年，股市知名人士张卫星在其《中国股市全景分析与未来展望》一文中对此问题进行了一些探讨。他谈到深沪股市中“资金推动牛市”的模式时认为，同时作为“舶来品”的股市和传销，到了内地都发生了变异。他认为，商品传销的流程与现实中深沪股市发展初级阶段的股票上市交易程序有一定相似之处，这种相似是形成股价虚高的一个重要因素。仅从角色功能上看，股票的发起人即上市公司的大股东们是真正的上线，他们的收益也是最高的，他们是传销产品的制造者。其次是协助发行的中介机构，他们从上市公司手中接过了原始的筹码，风险很小。再往下是一级市场的申购大军，等到上市后，公众投资者又成了更新一层的下线，但再往下看，专业化的下线已经没有了。股票就只能在公众投资者之间相互传销了，于是就没有了稳定的利润，只能玩零和游戏了。

我国股市中，众多企业排队上市甚至不惜花重金打通上市渠道的现象，的确颇有些争着领取传销牌照的意思。获得上市资格，就意味着允许作为上线而发售一种传销产品。这么看，怎么能不出现打破头争取上市的现象呢？

比较传销产品和普通商品就可以发现，传销品必须是垄断产品，而且价格不透明。从来没有人拿鸡蛋、面条之类的大众商品来传销。而我国发展股票市场的初期环境，恰好在某种程度上满足了垄断和不透明的条件，具体表现在相当部分的投资者根本无法了解股票的真正价值及通用的定价方法，而且巨额的资金没有多样化和多层次的投资市场来满足投资需求，这就构成了股票传销的基本条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为投资者，想要摆脱传销市场中的下线厄运，也不是没有办法。当然首先可以选择远离这个市场。如果不想离开，那么必须要能够估算出传销品的真实内在价值，再参照最上线的出手价格，并与当前市场价格做比较，由此估算出自己拿到的传销品是否还有价值概念上的获利空间，还能够大约发展几层下线，万一砸在手里是否值得享用和拥有。如果能做到并做好这几点，那么即使是传销性的股票也不必害怕了。

其实，股票比起化妆品而言更容易判断其真实价值，只是股票价格存在不稳定性，不时传出的利好和利空，总在改变股票价值的判断基础。尽管如此，只要懂得并掌握一些基本的估价方法，股票价值的基本判断是不会出现太大偏差的。例如，中科创业、亿安科技之类的传销行情中，就完全可以避免“一辈子别想解套”的悲惨命运。因此，只要理性、清醒地判断市场，还是可以避免终极传销者的命运的，但是对于无法面对诱惑、心理控制能力欠佳的人，上当受骗就是早晚的事了，因为股市的诱惑实在太多太多。

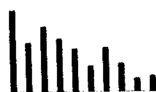
行为金融学的视角[1]

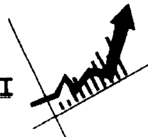


以有效市场理论为代表的经典投资理论，把人假设为理性经济人后，就把人的因素放到了研究的视野之外，而现代行为金融学的研究也大多是以市场为核心，研究在市场环境下的投资人行为特征。但是还有另一面，就是人是市场的组成部分，不仅受市场的影响，也在影响着市场，甚至有时可以暂时主观地改变市场。这一点是使投资市场变得十分难以琢磨的真正原因。

① 关于行为金融学的介绍，部分编译自外文资料，喜欢钻研者可参考《A Survey of Behavioral Finance》一文。网站链接为 http://host.cenet.org.cn/behav-finance/introduction/introduction_papers.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





经济行为有规律可循

对人的经济行为的研究其实并不是新鲜事。不少经济学大师都曾将人的行为放到一个特定的或更广泛的范围内进行研究，从而找出影响经济决策的行为因素，获得对经济现象的合理解释。尽管一个人的行为有时并不太符合这些规律，但从长期统计的意义上讲，大部分行为规律仍然是显著有效的。

凯恩斯在其经典著作《就业利息和货币通论》中就曾描述过三大心理规律对人们消费与投资的影响。首先是边际消费倾向递减规律。所谓边际消费倾向就是人们越富裕，消费在总收入中所占的比重就越小。人们的消费跟不上收入的增长，就会使一部分产品卖不出去，就会使社会生产无法保持平衡。其次是资本的边际效率递减规律。资本的边际效率是指新增一个单位的投资所带来的新增利润。开始投资时，总是投资于资本回报比较高的项目，而随后的投资，其回报率相对降低，依此类推，预期投资的回报率就会逐步下降。并且，投资者的心理很容易对未来产生悲观情绪，这也会使投资者趋于消极，使资本的边际效率下降。这样一来，投资需求不足并逐渐影响到宏观经济的平衡。第三是流动性偏好。所谓流动性偏好，是指人们对持有现金的爱好。人们这种心理上对现金的偏好，一般有三个动机：(1)交易动机。为了应付日常开支，人们需要保留部分现金在手上。(2)谨慎动机。为了应急，防止意外，人们也会留有部分现金。(3)投机动机。即人们为了寻求更大的收益，也需要留有部分现金，以备随时可以捕捉发财的机会。

按照凯恩斯的分析，这三大心理规律的存在，使宏观经济在完全自由的市场经济中无法得到平衡，其结果就会出现经济危机。要解决经济危机，就需要政府出面对经济运行进行干预，增加全社会的有效需求，抵消三大心理因素对宏观经济的不利影响。

在对人的需求方面的研究中，马斯洛(Abranan H. Maslow，1943)在其著作《人类动机的理论》中，将人的需要分为五个层次：生理的需要、安全的需要、情感的需要、受人尊重的需要、自我实现的需要。人的行为顺序是在满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足了前一个需要以后才会追求后一个需要的，尽管这一假设不很严格，但大体成立。道格拉斯·麦格雷戈(Douglas McGregor)在1960年出版的《企业的人性方面》一书中提出了两种完全相反的理论：一种是消极的X理论(Theory X)；另一种是积极的Y理论(Theory Y)。前者假设员工天生不喜欢工作，只要可能，他们就会逃避工作。而后者假设员工视工作如休息、娱乐一般自然；如果员工对某些工作做出承诺，他们会进行自我指导和自我控制，以完成任务。

X理论或Y理论在投资领域或许可以把投资者按照需求分为赢利追求者和成功追求者，不同的市场氛围，不同操作手法，对人的心理要求和影响都是不同的。最初入市的人，大多不完全抱着赚钱的目的，因为股市风险人人皆知。但小有收获后，一些人就开始设想靠股市来发大财了，但最后，多数人发现，股市是一个自我尝试的地方，为了钱来股市的人大多数的结果是：“留下钱，走人！”

美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡纳曼(Kanheman)教授很早就发现了人们决策的不确定性，即人类的决定常常与根据标准的经济理论做出的预测大相径庭。1979年，丹尼尔·卡纳曼与阿莫斯·特沃斯基(Tversky)合作，共同提出了“期望理论”。他们对比发现，大多数投资者的行为并不总是理性的，也并不总是回避风险的。投资者在投资账面值损失时更加厌恶风险，而在投资账面值盈利时，随着收益的增加，其满足程度减弱。这些都是同传统的经济学假定不太一致的地方。期望理论解释了不少金融市场中的异常现象，卡纳曼既是一位心理学家，又是一位行为金融学家，他和特沃斯基一起提出的行为金融学的一些基本概念，在金融研究中得到了越来越多的重视和运用。

尽管，这个领域的研究时间不长，但已经取得了不少有实际价值的研究成果。从研究方向看，行为金融学的研究大致围绕两条路线展开，一是套利的局限性，二是投资心理；前者主要是说明经典均衡理论在现实中的失真及其原因，可以理解为人群对市场的影响，后者主要是研究人的投资行为规律，可以看成是市场对人群的影响。

在了解人们总体投资心理特征和经济行为研究的概况后，我们再看看行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为金融学方面的成果和投资行为的一些细节问题。

“套利”局限与暴富机遇

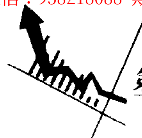
“套利”是理解经济行为规律的一个重要概念。关于套利行为，从实际生活上去理解，比书本上的术语更有意义。例如，两个相邻的农贸市场，甲市场鸡蛋每斤 2 元，而乙市场每斤 4 元，而且两个市场的成交都是相当活跃的，不愁卖不出去。这时就出现了所谓的“套利”机会。理论上可以从甲市场买进，在乙市场卖出。当今，国际外汇市场上通过电子网络实现的跨国外汇套利，本质上也是类似的道理。

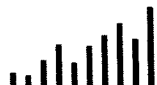
问题是，如果甲乙市场只是一墙之隔，墙上还有一个门，那么就可以实现“无风险套利”。而如果两个市场分别在两个城市，之间交通不便，鸡蛋的运输成本又很高，实现套利的合计成本接近甚至超过了每斤 2 元，那就不会有人去套利了。现实市场中获取真实信息的成本、实现交易的手段限制等等，都会增加套利的成本和风险，从而最终导致价格差异的存在，这个现象就可以理解为套利的局限性。

一些经典投资理论的信奉者认为，如果“市场价格合理”，那么“市场中就没有套利机会”，同时如果“市场中没有了套利机会”，那么“市场价格就应该是合理”的。因为，如果不是这样，就会有人去进行套利活动，进而导致市场价格趋于合理，套利机会也最终丧失。这个过程的速度取决于市场学习能力、运作效率和成熟度，即投资者的摹仿能力、寻价机制和市场信息的传播效率。可是，现实的市场中并不符合这个逻辑判断。当市场中“没有套利机会”时，“市场的价格未必就合理”。原因就在于，现实中的套利存在一定的局限性，例如受到信息和交易的制约。

在有效市场假设的环境中，市场没有交易成本，信息透明，投资者行为一致理性，因此套利行为被假设成没有局限、没有成本。但在现实市场中，这些条件不是百分之百成立的，套利者受到种种局限，于是就出现了“价格不合理”和“没有套利机会”同时存在的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





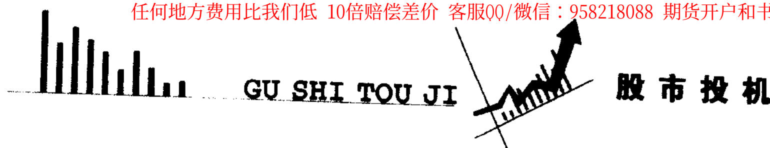
如果有人根据精明的基金经理整体上无法战胜市场，就认为市场是有效的，这是不充分的。投资精英无法战胜市场，并不能证明市场价格就是合理的，也不能证明市场有效，恰恰相反，完全有可能是套利的局限性限制了基金经理的理性行为，使得整个市场仍处于无效状态，价格也处于极端不合理状态。国外研究者列举了很多世界股市的例子来说明这个问题，但对于国内投资者而言，只要看看我国同时在沪市、香港和纽约上市的国内公司股票就可以了。同股同权的国内公司股票，在三地的价格曾经相差数倍。很明显，国内的理性投资者不可能都抛出国内的 A 股换成香港或纽约的股权，类似，A、B 股之间也本应同股同权，但由于交易币种的不同(B 股开放之前还包括交易者身份的限制)，价格长期存在显著的差异。在国内，只有那些能够游离于三地的“国际自由人”才有机会进行 A 股、H 股和 N 股的套利。

地域、国界、货币、语言、文化等会构成种种障碍，使得套利行为无法迅速大规模实现，这就是套利局限性的最好实证。人为的、社会的、宗教的，各种因素，会限制人们在投资行为上的套利，从而造成股价长期存在不合理的现象。

从另一个方面讲，套利的局限性也正是赚大钱的一个渠道和机会。如果没有套利局限，市场价格完全合理、完全到位，赚钱的机会就少多了。例如，上世纪 90 年代初，国家发行国债，由于百姓根本不理解，没人购买，所以实施摊派，甚至很多流入了乡镇农民的手中，由于兑付不便，农民大多愿意折价出售，这给套利者带来了巨大的商机。一些有头脑的投资者靠收购国债再到城里兑付，就发了大财，尽管当时这种私自盗卖国债行为是制度不允许的。

又如，B 股是外币购买的股票，而且在 2001 年之前，不准国内投资者购买，这些限制造成了 A、B 股市场的套利局限，同一上市公司的 A、B 股价格曾经相差近 10 倍，而且差距长期存在。在 A、B 两市进行套利方式的资金规模十分有限，机构由于外汇管制等因素不可能进行大规模套利操作。而有些国内投资者通过黑市换得美元，再通过国外朋友的外籍身份开户，然后投资 B 股，只要等到 2001 年 B 股向内地投资者开放，B 股从 20 多点涨到 200 多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



点，套利者几乎没有不赚大钱的。

套利局限的现象说明，市场中即使出现了不合理的价格，但是，守法、传统、保守、理性的投资者仍然可能无所适从，因为，实现套利所面临的成本很高，必须要绕过一些制度甚至是法规的限制。因此，作为投机者而言，投机的途径之一就是发现套利的局限，然后估算进行套利的难度和风险，如果收益远大于风险，并有适当的手段规避或补救风险的发生，那么，就是发现了财富的宝藏。

2001 年，国有股流通问题被提出后，大量资金涌向法人股市场，试图在 A 股和法人股之间套利，使得法人股价格直线上升。但是，法人股流通的时间表并没有像这些套利者想象的那么快，政策的出台存在相当大的随意性。尽管如此，只要不是极端热衷的套利者，只要买的法人股价格比 A 股明显低，那么相对于 A 股市场中挣扎的机构投资者而言，法人股投资者的成功或许也是早晚的事。

从监管者的角度讲，限制套利行为，必须有严格的措施。这种措施就像水库的大坝和闸门，能够有效地阻断两边资金的流动。巨大的落差，会对制度措施产生很大的压力，各种腐败现象极容易产生。而且，阻断资金的大坝，不可能没有缝隙，总有些能超越大坝的人或组织存在。因此，任何对套利的限制，实际上都会给小部分超级投资者带来暴富的机会。**我国初级阶段的股市，造就了很多暴富者，一个重要原因就是套利限制过多，而限制措施又挡不住利益的侵蚀。**最典型的例子就是上市额度的审批制。名额、规模、性质上的限制，加上监管体系的不完善，使得公司上市变成了领取免费大餐的行为，从而引发了一场声势浩大的圈钱运动。在一些地方，所谓国企改制中的剥离上市，几乎就变成了一场当地政府和不法企业合伙欺骗全国投资者的大骗局，相关限制政策反而成了催生集体造假丑闻的根源。所以，对于市场经济特性表现得非常突出的证券市场，对于收益率差距很大的不同投资市场，最好不要以简单的强制办法来限制套利，而应从产生收益率差异的根源出发，来消除差异和资金流动的冲动，这或许才是监管之道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但从投机者角度讲，监管者出台的任何不切实际甚至是愚蠢的套利限制措施，都是某些人发财的好机会，只要权衡好风险和收益，多做些基础工作，把路铺就得更平坦一些，尽可能多地抓住那些属于自己的套利机会。



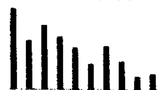
悄悄蒙上您的眼睛

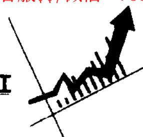
投资者心里有杆秤

对投资行为的研究，必然涉及到投资决策模型，或者说是投资者心里做判断的准则问题。在经典投资理论中使用的是效用函数，所谓效用函数前面已经举过例子，大意就是投资组合对投资者产生的效用随预期平均收益率的增加而增加，但随着收益率方差的增加而减小。这类效用函数是建立在经典投资理论假设投资者都是厌恶风险基础上得到的，即不确定性最小的投资策略被假设为最优。但实际中，常常有一部分的投资者，或者是投资者在相当多的时候不是完全厌恶风险的，有时甚至宁可牺牲一点对收益率的预期，而选择一个波动剧烈(方差较大)的投资组合。否则，人们就永远无法解释深沪股市中的ST行情了。一些预期要被摘牌的ST股有时被炒作得比绩优股都高，但还是有人愿意长期持有它们，这种行为是值得思考的，他们这种行为未必就是不理性，很可能是对风险的理解和偏好的不同。

如何理解人们对风险的厌恶和喜好，开创投资组合理论的马科维茨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





(Markowitz)先生曾举一个事例来说明。他列举了如下六种情况，请您也不妨设身处地地对六个选择做一次投资决策：

(1)肯定得到0.10美元，还是有十分之一机会得到1美元。

(2)肯定得到1.00美元，还是有十分之一机会得到10美元。

(3)肯定得到10美元，还是有十分之一机会得到100美元。

(4)肯定得到100美元，还是有十分之一机会得到1000美元。

(5)肯定得到1000美元，还是有十分之一机会得到10000美元。

(6)肯定得到100万美元，还是有十分之一机会得到1000万美元。

笔者不知道您的选择，但相信您如果认真思考后，不会反对下面两个结论。第一，您对这几种情况不是一视同仁的，在(1)—(3)的情况下，您可能宁愿冒险而不愿取得肯定的数额。但是到了一定程度后，您的选择可能反过来，宁取肯定的数额，而不去冒险，即使您很有冒险精神，也未必会舍弃“肯定到手的100万美元”而去冒险争取1000万美元。第二，您从冒险转到肯定的转折点依赖于您现有的财富和个性。您越是富有，越愿意冒险。在极端贫困的情况下，您可能宁取肯定的0.10美元以购买食品，而不去冒险争取1美元。但不考虑其他因素的情况下，100%概率得到0.10美元和10%概率得到1美元的预期价值是一样的。投资者如果总是风险厌恶者，那么始终应该选择“肯定型”的收益。倘若笔者假设您和大多数人一样没有总表现为“风险厌恶”，您不一定会反对，甚至会赞同。风险喜好型的投资决策是存在的，而且很可能同样是理性的。

基于本篇开头对人的满意度的讨论，我们知道，人对收益的满足度，不是简单的数值和百分比，而是更偏向于表现为取对数后的线性测度。再考虑到每个人自有财富的多少对决策的影响，我们把马科维茨先生的例子修改一下，再做一次决策。

(1)肯定使自己的财富增长0.1%，还是有十分之一机会增长1%。

(2)肯定使自己的财富增长1%，还是有十分之一机会增长10%。

(3)肯定使自己的财富增长10%，还是有十分之一机会增长100%。

(4)肯定使自己的财富增长100%，还是有十分之一机会增长1000%。

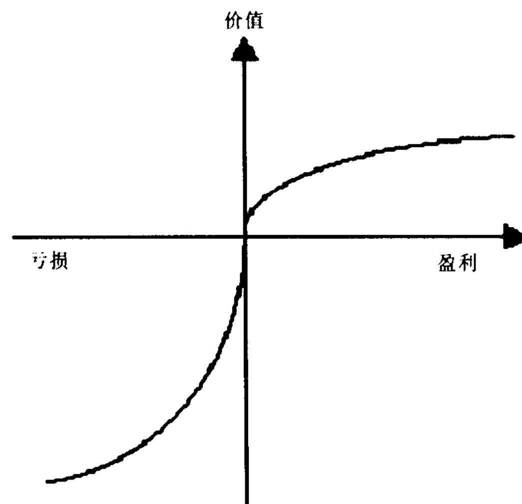
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(5)肯定使自己的财富增长 10 倍,还是有十分之一机会增长 100 倍。

(6)肯定使自己的财富增长 1000 倍，还是有十分之一机会增长 10000 倍。

这种问法环境下，投资者自有财富的影响会被适当减小，除非您还在心里转换为自己财富的具体数字，否则选择项会和前面有些不同。但结论是大体一致的，大部分理性的人会更加偏于理性一些，而冒险者始终偏向于更高的收益。这两个例子反映出，即使忽略掉个人财富的不同，人们在不同程度的利益诱惑面前，理性程度和风险偏好还是不太一样的，很难保持“心静如水”的理想状态。大部分人，在面对小机会时倾向于冒险，而面对大机会时倾向于理性和保守。特别是对丧失既得利益和兑现实际亏损的厌恶感要远大于未实现收益的流失。通常，人们在失去时才会发现一样东西很可贵，正是这个道理。

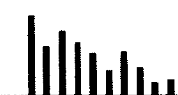
西方学者通过大量的问卷调查和统计，把人们面对收益和亏损时的这种特性绘成了曲线(参见下图)。



价值函数示意图

这个图说明，人们的满足感随着预期收益的上升而上升，随着预期亏损的增大而反向增加，但程度有所不同，亏损刚刚发生时的厌恶程度比较大，表现出一定的不对称性。这个规律或许可以解释，为什么当投资者的投资组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





合中既有盈利股票又有亏损股票时，投资者趋向于较早卖出盈利股票，而保留亏损股票，这个现象被学者们称为“处置效应”(disposition effect)。

依据这个效应可以解释一些股市的常见现象。例如，股市上涨时经常出现成交量放大的迹象，越涨往往量越大。可一旦下跌，成交量萎缩很快，所谓放量下跌的情况比缩量下跌的情况要少很多。由此建议，成熟的投资者可以适当对自己的“处置效应”进行主观纠偏，即在上涨时比新手有意多捂一会儿，而下跌时，尽量克服心理障碍，理性使用止损技术。

此外，还需要特别补充的一点是一种可称为“概率成本”的概念。在上述的例子中，学者们通常把“肯定得到 1.00 美元”和“有十分之一机会得到 10 美元”这两个选择的价值视为一样的。从概率的期望值角度讲，的确是相同的，但是除了期望值外，还有方差特性，即前者的方差是零，而后者的方差为 9，标准差为 3。这说明，人们在实际决策时并不是完全依据期望值或预期平均收益率来决策的，仍会考虑方差因素。当概率成本在可接受范围内时，投资者一般会决定冒险，而概率成本超出自己的承受力时，便会偏向于选择方差小、需要重复次数少的方案。例如，一项投资，预期收益率为 10%，同时预期收益率的标准差为 5%，可以简化理解为，收益率在很大程度上会在 5% - 15%之间随机发生。这时，多数投资者会选择这项投资，因为即使糟糕的情况出现，也只是少挣 5%。但是如果标准差变成 15%，即投资收益大多出现在 -5% 至 25% 之间，这时，很多投资者即使面对 25% 的诱惑，也未必会选择该项投资了，因为多数人对可能出现的 5% 亏损是非常厌恶和恐惧的，在高比例融资的情况下，甚至是无法承受的。这些因素与人们对风险厌恶的假设是一致的。

概率成本的另一个重要问题是，实现概率在统计意义的成本，可理解为人们为得到概率事件的统计期望收益而必须支付多次试验的物理成本和心理成本。1 次搞定几乎没有心理成本，而反复试验 10 次，才达到同等收益，自然各种成本都要高一些。尽管学者们可以假设为没成本，但人们对玩 10 次才能得到的预期收益会从心理上打上折扣。再说，一项投资有 50% 的成功概率，这并不意味着每两次尝试必有一次会赢，而只是说多次选择后，成功的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次数趋向一半。如果第一次就把赌注全押上了，结果不幸血本无归，这时投资者可能决心再来一次，问题是没有赌注了。失去的时间成本和机会成本都提高了。而且下一次成功的概率仍是50%，万一发生小概率事件，50%成功的事件却连续数次都不成功，又怎么办呢？实现概率的统计意义是需要大量重复进行试验的，谁有如此充足的资金呢？任何人在成功之前所能承受的损失都是有底线的。

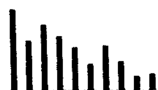
由此可见，人们根据自有资产的状况和风险偏好，会确定一个自己承担的风险底线，这个底线可能是零收益率，也可能是某个正或负的收益率，每个投资者的底线是不同的，会导致投资者决定"割肉"的点位不同。**理性投资者的决策过程就是，首先确保最终预期收益率出现在底线以下的几率是一个可接受的小概率事件，然后根据自己的风险偏好，在预期收益率和方差之间取得平衡，从而选择一个自己"喜好"的投资项目。**当然，大多数决策过程只能是有意或无意地接近上述过程，而且对于底线、预期收益、预期标准差的大小，也都是比较模糊的。但理性投资者的整体决策原则基本上就是这么一个模式，也必然应该是这么一个模式，否则，就可能因不能承受亏损，而被市场所无情地蒸发掉。

概率也分主客观

在上一篇里，笔者介绍说概率是一门科学，是严谨的客观规律，但是这里笔者又想说概率是一种玄学，是一种神秘莫测的预测学。其实，两者并不矛盾，因为前者说的是客观概率，是自然科学规律，而后者是主观概率，是人对概率的认知和感受，是客观概率在人脑中变形后的投影。但这两者之间的界限有时并不清晰。

说得越来越玄乎，不如举个例子。再拿上篇中的投币游戏为例，正反面出现的机会无疑可以认为是均等的。但是，当掷币游戏中，已经出现连续5次反面，且您已经连续5次加倍加码下注正面都输掉后，您认为下一次掷币时，出现正面和反面，哪个概率大呢？相信，大部分人在心理上都会把赌注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





还押在正面上，心里或许会想："我就不信会连续6次都出反面！"当然，客观概率告诉人们，不论已经出现了多少次反面，下一次出现正反面的概率与第一次是一样的，但是主观概率告诉人们，连续5次出现反面后，出现正面的概率会大一些。不信您拿周围的人做个心理测试，保准符合这个规律。如果不符合，那么您找的那个人一定是极端理性的概率信仰者，是小概率事件，同时也应赶紧告诉这个人，他的理性和概率意识非常适合在股市中投资。

人们在书本上学习的都是客观概率，也就是自然科学的规律，没有错，但是，人们在决策时依据的是主观概率，这是造成种种问题的根源所在。客观规律在每个人大脑中的成像形成了主观概率，反映的越准确，变形越小，则越有利于做出正确的判断和选择。但现实世界中，并非人人按概率法则决策，对于多数没有学过概率知识和没学好概率知识的投资者，根本就不会严格按照概率统计得出的结论来抉择，即使是精通概率的职业投资人，也不是每时每刻都进行精确计算后才行动的。因此，绝大多数普通人在认知和决策上存在常规性的偏差，并会对股市的投资行为产生系统性的偏差。

主观概率，可以定义为凭借人们的实际感觉和推测对某一事件的可能性做出的概率测定。即使是理性的学者们已经长期采用传统的概率方法来分析股市的波动，但股票价格事实上并不是简单的概率事件，而是一个非平稳的随机过程，即概率的特性也是随时间推移而变化的。所以在对股票的研究中，建立在主观认定的概率特性上的结论也是不十分可靠的！这一点是那些概率信奉者们需要时常提醒自己的。

人们对客观概率的认识偏差有不少种表现，例如对小概率的事件给予过多的期望和幻想。也许是由于历史和文化的原因，人们对只有很小可能实现的美梦，总是寄予厚望。对于一夜成名、一见钟情之类的故事总是念念不忘，也许正因此，此类故事往往能流传百世，为文化艺术的创作提供了丰富的素材。

从现实投资者的行为中，大多可以看到此类对小概率事件的过分憧憬和对成功经验的过度依赖。传统金融理论没有考虑人的认知偏差，而把人们假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设成规避风险并按照概率规律进行投资的理性聪明人，这种做法所隐藏的最大问题就是以客观概率代替了人的主观概率，而行为金融学则考虑了这一点，提出要把人的偏差考虑进来。这是更符合实际的做法，但同时也把投资理论变得越发复杂和不易捉摸了。

行为金融学认为，投资者使用拇指定律，即用类似经验主义的方法来处理数据资料。其实，多数情况下，成功的结果往往可能与事先分析预测的理由无关。这种经验性驱动导致的行为偏差是行为金融学讨论的一个重要主题，用生活中的话来讲，就是“成功也会成为失败之母”。

人们在认知和判断上较多地受过去成功或失败的经验影响，而且也比较容易受近期自己单独发现的信息影响，这些信息常常是片面的，但投资者往往会偏向于相信这些片面的信息，仅仅是因为它们是近期发生的，或因为是投资者自己发现的。根据这样的信息来决策，就容易犯片面性的错误。

总之，客观的概率到了人们的头脑中，变成了主观概率，这个过程中发生了一定的畸变，导致这种畸变的因素在于人自身，所以职业投资者的一项重要修炼就是，让自己头脑中的主观概率特征尽可能地逼近客观概率特征。

投资者行为的偏差

从第一篇和本篇的描述中，我们已经看到，人在这个市场中所起的作用非常重要，但遗憾的是上百年的投资理论研究中没能把人的因素充分地考虑进来，而近 20 多年来，尽管开始关注这个问题，但仍难找到某种方法可以合理准确地衡量人对市场和价格的影响。

概率统计中有一个著名的“大数定律”，大意是说，如果观察某个事件的样本足够多，研究得到的参数估计将无限接近事件本身的真实特征。但在现实生活中，普通人更多地在遵循“小数定律”，即人通常会根据自己已知的少数例子来做推测。比如，某人到北京出差，恰巧碰到一个“黑心”的出租车司机，被宰了 50 元，那么这个人往往会倾向于认为北京的出租司机都这么“黑”。尽管大脑知道事实并非如此，但心里愣是抹不去这个疙瘩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"小数定律"对于人们的决策有不小的影响，同时也可以用来解释许多金融市场的现象。但是，如何精确地判断这种影响呢？似乎还没有公认的标准答案。

除了上述问题外，人还有一个不好的"毛病"，就是喜欢推卸责任。例如，迟到了，大多数人会归咎于交通阻塞，同样股民们赔了钱也大多会归咎于市场不好做，赚了钱则常常归功于自己。如果只是嘴上说说，还不要紧，问题是说着说着，自己就容易当真，并依此来进行未来的投资决策。

此外，人们尽管知道形式和实质的区别，但还是常常被形式所诱导而做出错误的判断。例如，某个早餐铺子的老板发现，服务员问客人是否需要吃早餐时要加个鸡蛋，结果大多数回答"不需要"。于是老板调教服务员改变问法，要问客人"需要加两个鸡蛋还是一个？"这样一改使得不少原本不需要的客人就回答要一个鸡蛋了。虽然，这只是营销课程中的一个小故事，但很好地说明了人在决策时受到表述形式影响的程度。

心理学家还总结了不少投资行为的偏差或者夸张地称为"恶习"。例如：人们倾向于高估小概率事件出现的可能性，而低估大概率事件的可能性；人们倾向于表现出赌徒的心态来预测暂时未出现的事件将在最近出现；人们倾向于高估对他们有利的事件的真实概率，低估对他们不利的事件的真实概率等等。

总之，即使有了最科学的模型，选择一个正确的投资决策仍不是一件容易的事，在对预期价值、事件概率和各种参数的估计上都存在人为的偏差。人们虽然总努力按照最优化原则的方式来操作，但实际结果没有那么理想。一些个人因素，如情绪、心情、生理等常常干扰着人的认知和判断。而且，人天生的记忆特点也是影响决策的重要因素。长时记忆的信息在评价中发挥较强的作用，易于回忆的东西往往最先受到重视。这些都会导致人们投资行为偏离正轨。当然，**面对人自身这许多的"毛病"，惟一需要牢记的是，世界上没有完人，在关键的几次投资决策上能够正确把握机会和风险，就是成功的职业投资者。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用大家的“愚蠢”

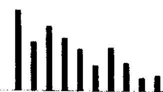
根据行为金融学的原理来进行投资，似乎就是在利用别人的行为缺陷来赚钱。问题是大家都有缺陷，谁能保证自己在利用别人缺陷的时候不是在被别人所利用呢？如果在决策时自己也处在同样的缺陷状态，那么又如何判断别人呢？就好比您发现市场过于狂热了，可市场升温不是没有理由的，相对日渐看好的前景，依据什么判断市场是否热过了头呢？会不会是自己过于冷静悲观了呢？倘若您采取逆向操作，**结果对了那叫“自信”，错了便成了“自负”，自信与自负之间有明确的界线吗？似乎从来没有过。**

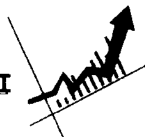
与基本分析投资方法有所不同的是行为投资大多采用实证研究的办法，首先是实际的市场中寻找规律并上升到理论的高度，然后根据理论设计出一套策略和实施方法，再用这个方法到现实的市场中去检验，检验对了自然赚到了钱，错了，说明规律不存在或者是市场已经变了。

例如，通过历史数据发现，近期市场对突发性利好总是反应过头，那么依据这个规律可以设计一个针对突发利好时的做空策略，然后模拟测试一下，看看是否存在赢利的空间。如果效果不错，那么在下一个突发利好来临之时，就可以真枪真刀地操练一下了。一旦允许做空，此类套利操作将会成为机构投资者的“家常便饭”。

这里还有一个很重要的问题是，昨天的规律在明天是否依然成立呢？这一点上，行为学在应用研究上和技术分析是一致的，技术分析是直接从市场表现上去总结投资规律，而行为金融学是从人的角度去分析投资规律。两者所面临的同一个基本问题就是研究对象的稳定性。幸好，人的本性作为研究对象在很多方面并非十分易变，俗话说“江山易改秉性难移”，靠一些投资者的秉性缺陷来赚钱，完全是可操作的。例如拿“羊群效应”来讲，散户为主的市场，的确比较容易出现“一窝蜂”的行为，而且是“恶习难改”，屡屡被一些主力所利用。市场成熟后，相对理性的机构投资者逐渐占据了主导地位，但“羊群效应”照样存在，而且由于机构投资者的“体态更臃肿”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





行动更迟缓，因此周期更长，幅度更大。不信，您到网上看看美国2000年前后的网络泡沫，您会发现涨幅几十倍的股票琳琅满目，而泡沫破灭后，跌得只剩下零头的也不乏一二。当时以散户为主的深沪股市中，网络股炒作的波动幅度不过是几倍，相比之下反倒比成熟的美国市场更理性了。

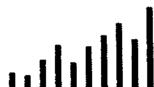
投资行为基本特征的变化是相当缓慢的，因此，多数研究结果是有足够的时间进行实践应用的。在这方面，有两个关键性的问题需要注意：**第一是区分对待行为规律的有效周期**，有些规律周期是以百年计的，有些是以月计的，针对不同的规律，要注意所对应的操作周期；**第二是关注操作行为的反作用**，大资金的操作或者是大量投资者对某个规律的集体认同和行动，会影响规律的有效性，会使规律暂时失效，甚至出现逆反效果。在1994－1995年前后，KDJ指标因广泛使用而一度在深沪股市中失效，甚至成为“骗线”便是一例。因此，依据行为规律来设计操作策略，必须注意时效性，因为，偏差是没有绝对标准的。当然，这类规律的失效不是一天两天的过程，就像只有没经验的散户被消灭得差不多了，那么专门用来骗这些散户的招数才会彻底失效。

还有个比较明显的例子就是逆向操作。当市场中相当部分投资者变得十分理性后，再有大量投资者采取逆向操作，那么这个市场就会变得反应不足，而使得逆向操作的投资者无利可图。依据行为金融学者们的研究，人们已经发现并总结出了一些市场整体上长期存在的行为偏差，这些异常现象长期存在，说明人们可能很难利用异常现象，甚至反映出针对性的套利要么没有足够的空间，要么存在一定的局限。因此如果您根据自身的优势可以克服这些局限，那么就可能据此设计投资实战方案了。下面就一起探讨其中几个异常现象，并分析一下市场机会。

规模效应

所谓规模效应是指股票的涨跌收益率与公司的规模(市值)大小有关。一些象牙塔里的学者们发现，无论是总收益率还是考虑风险因素后的收益率都与公司市值大小呈现负相关性，即大盘股的收益率低，而小盘股的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高，所以建议投资者去选择小市值的股票投资。这些学者对各主要发达国家的市场都进行了广泛检验，其中包括比利时、加拿大、日本、西班牙、法国等。除了加拿大和法国外，其他国家均存在规模效应。

针对这个结论，投资者不妨也统计一下，深沪股市中，行业相同、业绩相近的公司中，小公司的收益率是否明显高于大公司呢？或许股龄在 5 年以上的投资者会对此嗤之以鼻，他们会指出，深沪股市从来都是小盘股活跃，这还用学者们来研究吗？的确，如果不精确地比较同行业公司的话，深沪股市明显存在这个特点。钢铁、石化等传统行业大多是大盘股，市盈率明显低于其他行业的中小盘股票。即使是同行业相比较，这种现象在 2001 年以前也是比较显著的。但是，2003 年以后，随着市场中主力竞争格局和控盘方式显著变化，在 2003 年中，持有大盘股的收益率显然要好于小盘股。这个现象可以说明，规模效应在多数市场和多数情况下是存在的，但并不是稳定的，在某些市场的某些年份，可能正好相反。

笔者有幸对 1995 年 7 月至 2003 年 6 月的 8 年间(分成 8 个阶段)的规模效应进行过检验，发现在两头的两个阶段中，由于市场热炒大盘蓝筹概念，所以规模效应不但没有，而且是相反的，但在中间的 6 个阶段中，仍然是有效的，只是强弱和显著程度各异。

导致规模效应的背后因素是复杂的，但至少可以认为，资金限制和活跃度的偏好，是导致小盘股受人青睐，并存在高收益率的重要因素。从长期看，虽然规模效应对投资组合操作有一点指导意义，但几乎不存在短期的套利机会。从小盘股可控性好的角度去分析，随着监管对持仓和实名账户的加强，规模效应现象有可能会总体上呈现逐步减弱的趋势，即主力在满足流通性的前提下，对大小盘股之间的选择差距会逐步缩小。

除了规模效应或称市值效应外，市盈率效应(低市盈率的股票长期升幅大)、净资产收益率效应(高净资产收益率的股票上涨空间多)等也十分类似。这些效应，都是股票收益率对股票的某个因素表现出一定的相关性而已。但统计结果表明，这类相关性都不太稳定，多少都与市场中的炒作概念有或多或少的联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

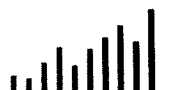
魅力股与价值股

魅力股和价值股的说法也是老外造出来的词儿，本质上有些类似我国投资者熟悉的题材股和价值股的概念。魅力股(Glamour Stocks)是指这样一些股票：(1)过去业绩很不错的股票；(2)预计未来也很好并有较高市盈率的股票。而价值股(Value Stock)指那些过去业绩一般，而且市场对其预期不高，也看似没有多少增长空间的股票。

几乎所有投资者在选择股票时都会面对如何看待上市公司业绩的问题。公司的业绩是否对股票的收益产生实质性的影响呢？国外研究的主要结论为：在 1963－1990 年的美国股市，持有 5 年价值股证券组合的回报比持有“魅力股”证券组合每年要高 10%～11%；投资“价值股”的收益率超过“魅力股”的现象不能用风险来解释；他们发现，根据前 5 年数据挑选出来的证券组合，在随后的 2 年内，魅力股的增长率超过价值股。然而，从这以后开始反过来了。例如，在证券组合形成后的 3－5 年中，价值股证券的现金流增长了 11%，相反，魅力股只增长了 8.6%。他们认为，市场错误地外推了基本因素的增长率，并且很缓慢地从这些错误中学习。用中国的“老话”来讲，就是风水轮流转，没有永远的绩差股更没有永远的绩优股。从投资者行为角度看，价值投资策略所获取的长期超额收益基本解释为两个层面：其一是研究者对价值股的风险度量中有没有遗漏掉“基本面风险因素”？其二是到底投资者有没有“把过去的成长率向未来外推得太远”？假设，市场对价值股的悲观程度为 10，使得股价低估了 10%，而市场对魅力股的乐观程度为 20，使得股价高估了 20%，这样 30% 的评估偏差造成了价值股投资的利润空间大于魅力股投资。这或许是一种合理的解释。

不少学者证明这种现象在国内是同样存在的。笔者认为，这种现象普遍存在的主要原因不仅是行业的周期性兴衰，更重要的是，人们在主观上划分绩优股和绩差股时所依据的资料都是过去 2－3 年的，甚至是 4－5 年的历史数据，信息资料搜集和分析的成本相当高，而且需要相当长的时间，这些导致了结论的过时。有时，最新的研究成果被多数投资者知晓和认可还需要更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长的时间，这种时间上的滞后，使得人们头脑中的绩优股实际上很可能已经马上要日落西山了，而人们概念里的绩差股反而可能马上要东山再起了。这个现实，多少有些让那些崇尚公司基本分析的投资者感到有些遗憾。幸好，这种研究结果也是不稳定的，特别是在我们多变的深沪股市中。

知错不改与恶习难改

大家来股市投资，为了赚钱而改掉一些自己的错误与恶习，应该不成问题。可事实恰恰相反。不少研究证据揭示，投资者所表现出来的整体学习能力还不如智力有缺陷的小孩子，即便错误是如此的显见，但仍然不时地重蹈覆辙。为什么投资者的学习能力这么差呢？为什么人们宁可赔钱也要坚持自己的错误观点呢？

有学者在 1974 年研究发现，一种叫做“效力幻觉”（The Illusion of Validity）的现象，可能是罪魁祸首。说通俗了，就是过度自信、自高自大。人们坚持错误观点的一个理由是他们产生了确认性偏差，即他们往往找出那些能确认其早先观点的资料，而忽略那些反对自己观点的资料。这正所谓**“仓位决定观点”、“屁股决定脑袋”**。空仓的投资者怎么分析都认为要跌，满仓的投资者不论听到什么消息都不觉得是利空，即使是板上钉钉的利空也会说成是“利空出尽”。笔者还碰到过一些股评家，明知自己前几天的判断有偏差，但大话已经放出去了，只好将错就错地继续给自己打圆场。当然，这是人的本性，怪不得股评家们，再说保住面子要紧嘛，否则饭碗说不定就砸了。

还有研究发现，投资者对市场的判断与情绪关系密切，而情绪的高低又与先前的市场状况相关，于是人们对市场的判断也就与市场过去的走势高度相关。因此，在大多数情况下，**投资者趋向于把预测未来当作一项延续过去趋势的外推工作，而不太注意寻找趋势的拐点。**

人们对过去和已知信息的过度依赖被某些西方学者称为“锚定现象”，这种行为特征在国内也很常见，而且还通常被小商贩不自觉地用来对付并非内行客户的砍价。例如，一件不常见的商品，如果直接问值多少钱，可能答

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案会在10元至100元的区间内均匀分布，但如果商贩说原价100元，现价80元，那么多数非专业客户的砍价目标就可能被锚定在40元－70元的范围内了。同样，一只股票从5元启动，涨到10元的时候，不少投资者就觉得非常高了，但事实可能会涨到20元还不回头，因为股票背后的公司发生了巨大变化，而投资者的估价体系被锚定在低价股范围。类似，股票从20元开始跳水，从10元就迫不及待抢反弹的投资者多数也是因为判断力被锚定在过去的20元高位了。其实，目前几乎所有的研究，在预测公司来年红利时，多少会在一定程度上将过去红利水平进行平稳延续。通常，在股票预期收益率的计算中，也使用过去的收益率作为基准，这些研究方法上不得已而为之的“滥竽充数”，也必然导致投资者在决策行为上出现对历史数据的过多依赖和“锚定”。

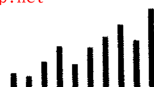
有时，人们还容易过于被自己所了解的现实一叶障目。例如，人们大多不太愿意买自己太熟悉的绩差股，而去投机其他的绩差股，专业人士则容易对利空产生过度悲观而对利好产生过度乐观。人们对自己了解的信息反应过度，而对自己不清楚的事情则考虑不足。所以，经常会有一些会计师、审计师面对垃圾股的暴涨瞠目结舌，他们很难想通自己不愿在报告上签字的破企业居然能在市场上被捧成明星股。

还有一类有趣的事情，就是股票红利。深沪股市中，曾几何时，10送10或转增10之类的消息常常会被看作是重大利好，股价有时被翻番地炒高，追捧者络绎不绝。可是，如果等价地描述为1张10元钱分成两张5元时，就没什么令人兴奋的了。可是，过去年年都炒送配行情，今年怎么会不炒呢？人们的行为和思路就这样被锚定在过去的惯性认识上了。

节日和季节效应

节日和季节效应是指股票收益率与交易的日期存在相关性。有美国学者对1904－1974年间纽约股票交易所的股价指数统计发现，1月份的收益率明显高于其他11个月的收益率。后来还有人在1983年研究了17个国家1959－1979年的股票收益率，其中13个国家1月份的股票收益率高于其他月份。深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



沪股市每年1月份也大多是低点，笔者也曾做过统计，在1992至2000年的9年中，有8年都存在这种现象。所以深沪股市中也一度流传“冬种夏收”的说法，就是指每年冬天的时候建仓，在来年夏天的行情中出货。针对上述规律，很明显可以设计一个针对季节特征的操作策略，然后用历史数据模拟测试一下，看看存在多大的赢利空间。如果效果不错，那么下一个冬天来临的时候自然可以赌一把了。

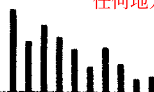
类似，在春节、国庆等长假来临之际，节前最后交易日买入，等到节后再卖出，往往也存在一定的短期获利空间，只是获利幅度有限，并只是概率意义上的。

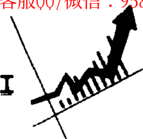
除了上述两种情况外，季节效应还包括周末效应以及开盘、收盘效应等。季节效应也是在世界各国资本市场普遍存在的现象。国内有学者曾对上海和深圳股票市场进行了周末效应检验，发现无论是深圳股票市场还是上海股票市场在所选取的样本区间内，股票报酬率最低均出现在每个月的第4个周一。

季节效应的原因相对明显，其一是财务核算的影响，即很多机构和个人选择阳历年的年底和月末进行结算，所以会有相应的清仓行为。其二是文化效应，即人们由于节假日的情节需要放松和懈怠一下投资生活的紧张，所以不少投资者会选择在长假之前调减仓位。其三就是资金成本，由于银行的利息计算中是没有节假日之分的，所以部分借钱操作的投资者会倾向于在长假之前归还银行或债主的资金。

针对这些，以自有资金操作的个人投资者完全可以摆脱上述的因素，针对节日和季节效应进行套利操作。同样，有条件的机构投资者，在对操盘业绩考核中，不妨也采取7月制度，即以7月或8月等作为年底考核业绩的时间，这样与市场节奏错开就可以避免一部分季节效应的影响。1994－1996年间，个别早期的封闭式基金就是以年中作为年度结算的。但是，由于税务、假期等因素的某些限制，节日和季节效应在整个市场的影响仍然存在，而且，能够打破这些局限的投资者利用这一现象所能获得的超额收益也不总是很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





过度反应与反应不足

过度反应与反应不足是投资者行为研究中的两个重要概念。这两种长期存在的行为缺陷既是对市场有效假设的挑战，也常常容易被市场所利用。

所谓过度反应，就是投资者对消息的反应过于强烈，可能形成股票的过度上涨或下跌，而反应不足则是对信息过于麻木。仅过度反应而言，无疑是市场效率低和投资者非理性的一种表现。过度反应通常指某事件引起股票价格剧烈波动，并超过预期的理论水平，然后再以反向修正的形式回归。过度反应现象产生的原因很多，根本的一条是由于投资者对股票价值评估和事件影响力评估不够准确，其次，信息传播的时滞造成投资者接受信息的先后差别，也导致判断偏差。例如，某个事件理论影响力能够使股价上升 1 倍，如由 5 元上升到 10 元。但部分先知先觉者和内幕消息的获得者，其行为已经事先把股价抬高到了 10 元，等到事件公开或大众获知消息时，多数人则以消息公开时的 10 元为参考点认为还可以上升 1 倍，于是股价向 20 元的挺进过程就形成了泡沫，等到从 20 元高点再向 10 元回归时，就表现出了过度反应中的回归过程。

根据过度反应的内涵，人们发现证券市场的过度反应一般表现为两种现象：一是股票价格的超常波动将会伴随有其后的反向变动，即超涨的股票在修正中超跌，同样，超跌的股票在修正中也会超涨；二是股票价格超常波动的幅度越大，其后反向修正的幅度也越大。这两个现象已被反复实证。

不少国内外学者对过度反应进行了研究，有学者提出了一种“输家——赢家”策略。所谓赢家是指前阶段涨幅很好的股票，而输家则是前期股价表现最差的股票。学者们发现，前一时期的绝对“输家”(即大幅下跌的股票)倾向于被低估，而前一时期的绝对“赢家”(即大牛股)则倾向于被高估，并证明了，买入前期大熊股将比买入前期的大牛股有更好的回报，这就是所谓的“输家——赢家效应”。这个结论说得更通俗些就是，高抛低吸的反向操作在现实的市场中要优于追涨杀跌的顺势而为，当然这仍然是概率意义上的，而且在不同的操作周期下，效果也有很大不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“输家——赢家”效应目前已基本被学者们承认为事实，但对于这种效应的原因仍有争论。更深入的研究发现，超短期(1－5天)和长期(1－5年)的“输家——赢家”比较明显，而中短期的“输家——赢家”就存在不稳定性。这说明对于超级短线高手而言，抢反弹可能要好于追高，而对于有耐心的长线买家而言，前期跌幅较深的熊股(价值股)可能有更多机会，但对波段操作的中线投资者而言，则不必过于偏向某种策略。

同样对于业绩而言，企业的经营周期性也存在一些波动，这种波动有时也会出现“输家——赢家”，例如前两年没人看好的钢铁行业可能最近又火起来了，而这两年火爆的房地产行业可能在未来的3－5年内遭遇寒流，如此这般这般……



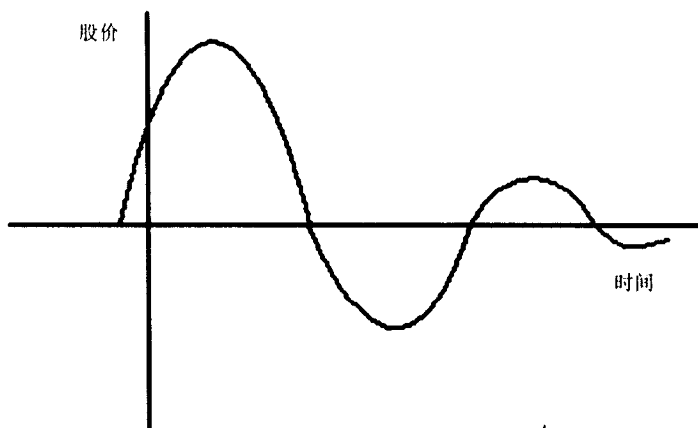
洋洋洒洒

思维惯性与股票惯性

物理学告诉人们，运动的物体有惯性，这就是汽车每年都要撞死许多无辜者的原因。同样，股市也有惯性，而这背后是思维的惯性。这些惯性也使每年的股市中有许多无辜的投资者惨遭不幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的惯性可表现为指数和股价的“阻尼震荡”，即受阻力约束而幅度逐渐减少的一种物理震荡，画出的曲线就像下图所示。但由于市场不断有各种利好和利空刺激，市场在上一个过程没有完成时，可能已经进入第二甚至第三个震荡过程了。



股价类似阻尼震荡曲线示意图

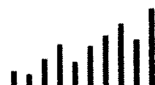
从股票惯性和思维惯性的角度，可以对上述的过度反应和反应不足现象有所解释。人们对前阶段的某些趋势形成了思维惯性，于是其后的行为惯性造成了过度反应；或对眼前某些新信息和新变化一时反应不过来，而造成反应不足。这种情形不免让人联想到可怜的巴浦洛夫实验品[①]（即拿狗做条件反射实验）。其实，庄家的某些坐庄手法也是想在跟庄者的大脑中建立某种条件反射，并在最后的关键时刻，利用这种条件反射兑现赢利。

了解股票和投资者思维上的惯性后，自然会联想到如何防止和利用惯性。首先，当发现股票已经跌到平衡或合理的位置时，不要急于买进，惯性会使股票跌到合理位置之下，这时才是买进和补仓的好机会。其次，当股票上升到合理位置时，同样不要轻易抛出，等到惯性使股票涨到不太合理的位置后，才是实现利润最大化的好时机。当然要注意自己的判断是否存在更大的惯性。

① 俄国生理学家巴浦洛夫以狗为实验品，提出了著名的“条件反射”理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





在行为金融学中，类似惯性的概念叫做动量效应(Momentum Effect)，其内容就是描述了市场和股票惯性的客观存在，即上述过度反应的背后动因。有学者1993年就证明了美国股票存在动量效应。他们还将上述的“赢家——输家”进行了投资策略的细化。大体操作方法是，选择前3个月中走势最强劲的股票，买入后持有1个月，这种方法，描述为“3月/1月”，不断测试调整参数，找到收益最高的时间长度，比如发现“4月/4月”是收益最好的策略。人们把这个策略称为“输家”和“赢家”策略。根据这个策略的参数，买进过去的赢家，卖出过去的输家。结果发现，美国在1965－1989年期间，“6月/6月”策略的每月回报接近1%！在这种策略中，回报的25%是归功于企业收益的上升，这说明上市公司收益的上升导致股价上升需要一个较长的过程，前6个月的股价上升预示着公司业绩的提升，而业绩的提升，使公司股票可以平均继续上升6个月。这种情况在深沪股市也是比较显著的，有些股票在得知内幕消息的资金的推动下逐步走高，大家跟随买入，直到良好的业绩和优厚的分红出台后，行情也就到了高潮，并接着进入了尾声，这个过程通常会延续好几个月。

这里已经介绍了许多投资者行为方面的“愚蠢”，对于如何利用这些行为缺陷进行投资的问题，有些方面是显而易见的，例如节日和季节效应；有些则是很难设计针对性操作的，例如，“效力幻觉”；还有一些则需要大量的资金和详细的设计，才能从统计意义上实现并非十分丰厚的超额收益，例如过度反应。在后续有关实践与操作的部分，针对投资者的不同情况还有一些操作层面的探讨。

养命钱与冒险钱的分配

说到投资组合，对于玩过几年股票的人而言，恐怕早已如雷贯耳，本书的前些章节也讨论过关于鸡蛋和篮子的问题。[1] 但是，多数人没有注意到，人

① 请参见第二篇中关于“鸡蛋与篮子”一节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

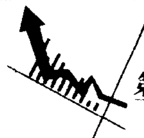
们在投资行为上也存在组合的问题，这方面的研究，在国际上也是比较前沿的事情。

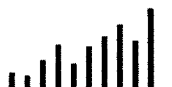
传统的投资组合（指马考维兹提出的投资组合理论）假设，投资者的决策准则是基于预期回报率和方差的，但实际上有相当多的人们并不是这样决策的，而且还有为数不少的人根本不可能按照这个原则来决策，因为他们不知道什么是方差，也不对回报进行预期，越是初级的市场，这样的投资者越多。因此，有专家把真实股票市场上的投资者分成了两类，一类是“马派弟子”，一类是“非马派弟子”。前者信奉马考维兹的投资组合，理性地控制和选择风险，后者则“跟着感觉走”。由此推测，股票市场的价格也是这两类投资者共同作用的结果。如果前者在市场上起主导作用时，则市场表现为理性而有效的；如后者在市场上起主导作用，市场则表现为感性而无效。如果您的投资策略不符合当前的主导者，那么就好比逆水行舟，吃力而没成果。比如，有些人在1992年的上海市场上进行理性投资，尽管他的理论听起来很科学，但在那个阶段来应用是十分荒谬的。尽管，阿Q可以安慰自己说，有价值的股票早晚会回归的，但等上5年10年，值得吗？更何况，即便是现在的深沪市场，甚至是欧美的所谓成熟市场上，“非马派弟子”仍不乏自己的势力，所以，作为一个投资者，需要了解当前阶段性市场所处的状态，在策略选择上，应该知道自己在赚什么人的钱，并能在一定程度上估算出战胜对手的可能性。

有了策略，也就有了策略所对应的风险，也就有了如何分配风险的问题。为了获得财富的总体增长速度和期望概率的最大化，应该将个人所能获得的全部财富进行合理的投资组合。但是，事实上，很多人会在心理上将同样风险的资产分为不同的心理账户，这样就会导致总体效率的降低。行为投资组合的研究者认为，[①] 有些投资者在心理上只有单一的账户，有些则有多个

① 行为资本资产定价理论（behavioral capital asset pricing theory，简称 BCAPT），Hersh Shefrin 和 Meir Statman（2000）以 Lopes（1987）和 KT 的期望理论为基础，发展出行为投资组合理论（behavioral portfolio theory，简称 BPT）。他们利用单一心理账户（single mental account，BPT-SA）和多个心理账户（multiple mental account，BPT-MA）来推导 BPT。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



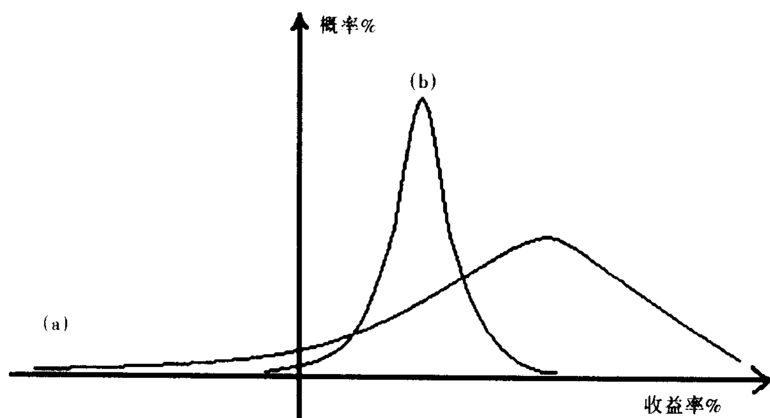


心理账户。前者注意到了各资产间的相关性，他们会将投资组合在同一个心理账户里整合为最佳状态，而后者将投资组合分散到多个心理账户，即使每个账户内部达到了最优，但容易忽视不同账户间的资产相关性，而使总体未必最优。研究者认为，多数投资者在心理上将不同风险程度的投资分配在不同的投资组合里，这些组合与投资者的心理预期相联系，例如最安全的底层组合中存放风险小的资产，目的是为了避免贫穷和破产，以规避风险为主；较高层的组合中存放风险较高的资产，通常以追逐暴富为目的。一些有经验的投资者，可能选择保险、国债和房产，以保证自己生活的基本水平，拿一部分剩余资金，进行高风险的股票投资。从整体效率角度讲，这不是最优的，因为这种组合中，投资者并没有考虑各类资产之间的风险关系，也没有从整体上去衡量风险。真正的职业投资者应考虑更高效率地把所有资产放在一个心理账户中，即职业投资者可以将所有的财产通盘考虑，将债券、货币基金等低风险品种和股票外汇等综合考虑，并考虑这些资产之间的风险是否可以相互抵消，这样更有利于自有总资产的最大化。当然，这是对职业高手的要求，对于一般投资者而言，最稳妥的办法还是先分两个账户，一个是“生活”、一个是“生产”，楚河汉界、泾渭分明，因为，这样有利于保持一个良好的投资心态。事实上，真正做到一个心理账户是非常难的，只有非常理想化的理性人才适合，对于普通人而言，只需有个概念就可以了，既然大家都并非完全理性，那么过度理性也未必合适。倘若，一不小心把不属于物质资产的情感也放到其中进行组合分析，那可就真的要彻底乱套了！

在对待资产风险的态度和资产价值判断的尺度方面，投资者通常都会受到自有财富、心情甚至环境的影响。例如，同样是一把小木凳子，放在跳蚤市场里，您的定价可能只不过20元，但是如果放在中国艺术品展览会上，即使不标明为文物或某某“大家”的作品，您的定价也不会再仅仅是20元了。在人们向往温饱的时代，股票投资的风险往往被高估，甚至彻底被剔除在投资组合之外。但在网络奇迹随处可见的日子里，投资传统股票已经被认为是守旧，更时尚的做法是去玩创业板，甚至企业还没有成立，只要有个能说服人的策划书，就会有投资者兴致冲冲地来估价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再举个抽象些的例子，比如有(a)、(b)两个资产可以选择投资，其风险和收益率分布如下图，您会如何选择呢？



图例的大意是：投资(a)最好的情况争取翻番，最差的情况可能赔一半(－50%—100%之间)，一般情况下可能收益率为25%；投资(b)最好的情况不过30%，最差的情况可能损失5%，一般情况下可争取10%的收益。

如果您准备下大赌注，那么就可能偏向于保守投资(即不确定性越小越好)，于是选择(b)，如果是喜欢冒险的年轻人，想赌一把，则可能选择(a)，因为(a)有赢利100%的机会。每个人在选择时，心里都有类似的曲线，只是没画出来而已。但需要注意的是，人们在选择时还应考虑与自己已有资产之间的联系，如果自己已有资产与(a)投资可以风险互补的话，那么选择(a)，不但收益高，而且还风险小，何乐而不为呢？

对于每一位股票投资者而言，视野应当尽可能放宽些。如果能把理财范围扩大到自己已经在保险、社保、外汇、信托等方面的投资后，您或许就会发现原来的投资组合可能马上需要重新调整一下了。

现在，人们自己可以选择和把握机会越来越多，需要考虑的理财内容也就越来越多，面对的投资品种越来越丰富，如何设计符合自己人生规划的整体投资组合是人生理财的重要内容，理财师或许也会因此而变得越来越吃香。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的命门

面对不能做空的股市，作为监管者，最希望看到的股指走势，恐怕就是以小角度缓步盘升的所谓慢牛行情。所以，常常会不自觉地采用一些合情或不合理的“手段”，对过度偏离这种趋势的市场进行人工干预。但是，市场常常不识抬举，表现出很强的个性。其中，强者恒强的“马太效应”和物极必反的“反转效应”，就是股市自身所无法避免的两个本性特征。摸透了这两个本性，也就找到了股市的命门。

股市所谓的马太效应俗称为赚钱效应，专业些的名词为“正反馈”。具有“正反馈”特性的系统，一旦启动，就会自我推动，只到系统崩溃。在股市上的表现是，股市一涨，一些赚了钱的人就会成为最好的宣传队，便会吸引更多资金入市，推动股市继续上涨，于是有更多的人赚了钱，并吸引更多的资金投入股市，如此逐级放大下去，直到没有后续资金可以继续维持不断放大的整个循环，股市就到了崩盘的边缘。另一种情况是，股市一跌，人们赔了钱，于是一部分资金离开股市，这会导致股市继续下跌，而股市的下跌导致更多人赔钱和离场，并出现反复和增强的现象。可见，正反馈是一种不稳定的系统机制，市场只要一偏离均衡位置，正反馈效应就会对微小的趋势推波助澜，直到构成“正反馈”的系统结构土崩瓦解。

之所以说，这是市场的本性，因为这是人的本性。当市场中的投资者，在环境的反复影响下，投资的高潮或低潮逐步趋向同步，这时市场就会发生类似物理上的共振现象，这时市场就会极度的狂热或极度的恐慌，并在“负反馈”机制起作用的前后达到顶部或底部。

投资者群体的多样化，投资理念的多样化，行动方式的多样化，会减小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场统一行动的概率，减少发生共振的可能，但无法根除。由此可以理解，真正的大牛市和大熊市，往往是某一种投资理念得到了反复验证和广泛认同的时候。某种理念一旦被证实为正确，就会被更广泛的投资者所认同并采用，越多的人采用这种理念，就会使得理念在市场中得到更好的证实，直到不相信这种理念和方法的对手绝大部分“投降”，使得投资者没有对手的时候，这种理念也就自然失效了，旧的系统也就到头了。

可见，股灾是股市的一种周期性的必然，人们所能做的只是，让这种现象发生的周期有所变化，发生的幅度有所调整。

此外，这种“正反馈”现象不仅表现在群体行为上，而且还表现在个人的行为上。人们常说“艺高人胆大，胆大艺更高”就是赞许这种“正反馈”的良性表现，倘若自我控制力不够，这种良性表现就可能演变为自我信心的极度膨胀，从而最终出现不知天高地厚的行为并导致彻底失败，具体例子不胜枚举。

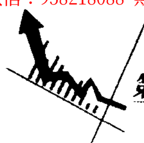
值得庆幸的是，股市的本性不只是“正反馈”，同时还存在着“负反馈”本性。人们常可以看到，当市场逐步走向狂热或极度低迷的时候，就会出现“反转”，否则股市可就真可能成为无法阻挡的洪水猛兽了。

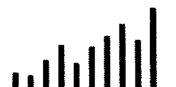
金融学者们把“物极必反”的现象称作“反转效应”(Reversal Effect)，并有对应的实践策略叫做反向操作。有美国市场的研究结果显示，过去2年中低迷的投资组合，其未来的收益比过去2年中的强势组合高出8%的平均年收益。研究发现，在美国市场中，6个月的周期中，存在动量特征，2年的周期中存在反转效应，因此可以制定一个策略，选择近6个月来的强势股进行顺势操作，而对于过去两年低迷的股票进行反向操作。可见，了解操作原理及周期是十分重要的，否则依据过去6个月的数据进行反向操作，而根据2年的数据进行顺势操作，岂不是处处碰壁?

针对我国深沪股市的特性，有人[1]也测定过中国股市的反转周期和动量周期，找出了深沪股市中反向操作和惯性操作的最佳周期(只是建立在历史数据

① 参阅《中国股市惯性策略和反转策略的实证分析》一文，作者为王永宏、赵学军。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





上的）。他们对2001年以前市场进行实证研究发现，反转效应的周期在9个月。结合其他学者和笔者自己的研究发现，在20天的周期下也存在一定的反转效应，而在1－6个月的周期下，存在较明显的动量效应，再长的周期下，则又出现反转效应。而且值得提醒的是，这种周期并非十分稳定，机构投资者如果依据这两个效应设计投资策略，那么最好在每次设计前，重新估算当前市场的周期，并根据趋势，预测下阶段的周期参数。据笔者的观察，相对股市最初的10年，深沪股市动量效应和反转效应的周期正处在缓慢延长的过程之中，即市场越成熟，操作的平均周期就趋向越长。

“负反馈”特征也好、“物极必反”本性也罢，这里不再累述。关键是什么时候股市表现为“正反馈”，而又什么时候表现为“负反馈”呢？市场这两个本性之间是怎样的关系，又是怎样相互作用的呢？

详细分析这些问题很难，需要不少笔墨还是其次，更要命的是只可意会难以言传，因此这里还是用一些通俗的比喻来描述。我们首先把“正反馈”和“负反馈”两位小朋友放到跷跷板上，他们谁重呢，谁就主宰市场。由于市场的惯性特征，跷跷板的水平位置就会成为判断市场趋势的重要位置，而另一个重要位置就是其中一位小朋友的屁股蹲到地板上的位置，简称为“临界点”。

首先说水平位置，这是两位小朋友势均力敌的状态，也是争夺最激烈的位置，一旦失守就会上演一段乘胜追击的景象。观察分析这种平衡位置，通常不是指数和股价的高低，而是以资金在市场中的流入和流出的对比，此外就是方方面面的心理平衡位置，甚至包括市场参与者的盈亏平衡点和管理层的容忍度。其次再说“临界”点。当一个小朋友蹲到地板上的时候，他已经不可能把对方翘得更高，即使他现在仍然处于强势，但已经发挥到了顶点，限制他继续发挥下去的是做游戏的环境和条件。换句话讲，当某种特性的发挥受到难以改变的环境制约时，这种特性就难以继续发挥了。而这种制约往往来自外部，而非场内参与者容易察觉到的，这也是为什么职业者时常需要提醒自己多了解股市以外世界的原因。

其实股市的起伏和沉寂，就是市场的正负反馈系统此消彼长的变化过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程，是人性中追逐利润的本性和规避风险的理性间斗争与较量过程。本书的大部分内容也都是从不同的方面在分析和研究这个过程的相互作用规律。

篇尾小结：自我的迷茫



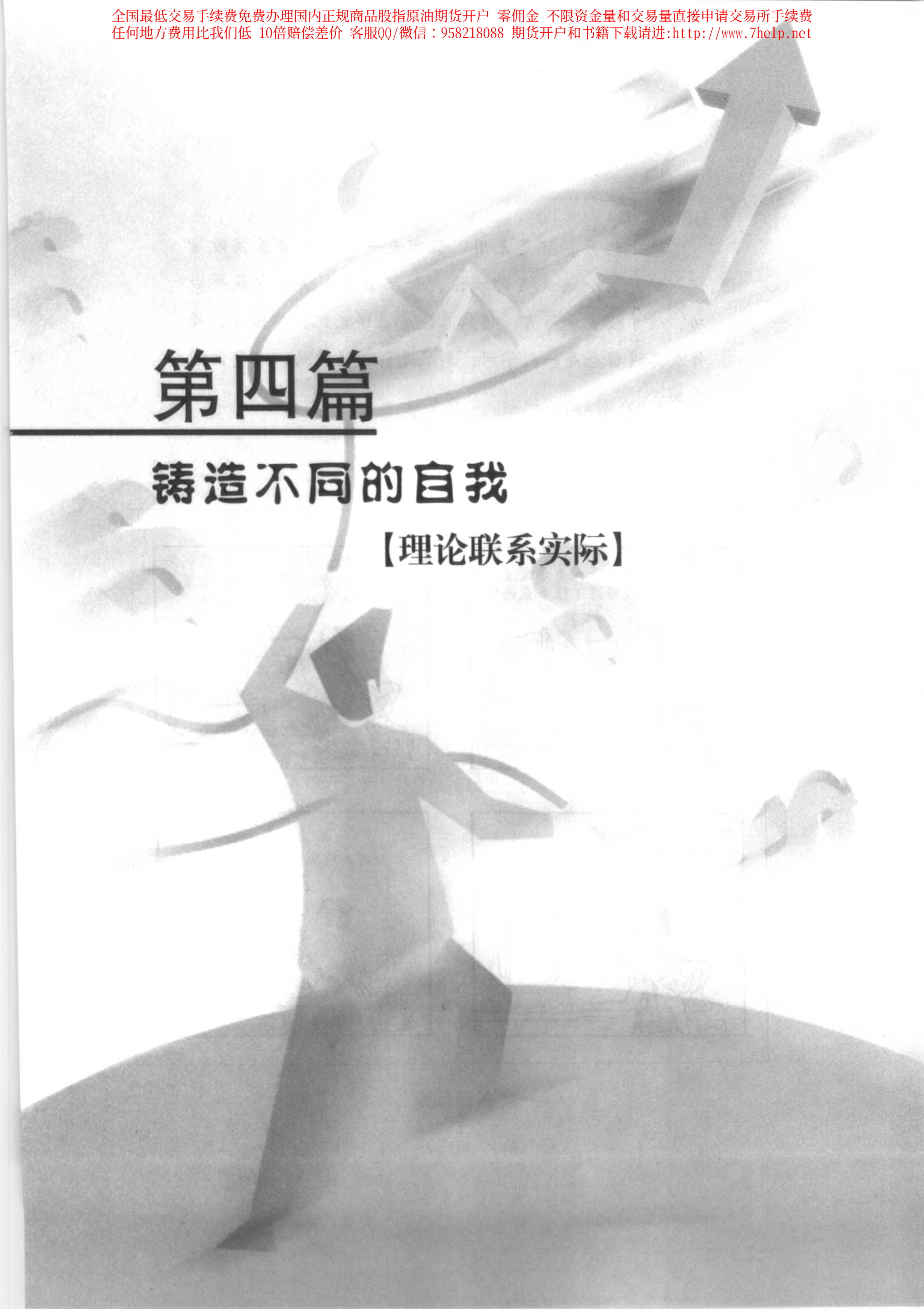
如果按照前一篇中的有效市场理论，股市是不会长期出现超额收益的，原因在于投资者可以发现并利用投机规律，赢得超额回报，越来越多的投资者照搬照抄，则会使收益率间的不平衡仅供补偿其风险。然而，令人遗憾而又令人兴奋的是，参与股市的人，不论是个体还是群体，并不符合理性假设，因此也才有了人性与股性的变换，也才使市场表现出了人的缺陷和利用缺陷的机会。

行为金融理论从人们决策时的实际心理活动入手讨论投资者的投资决策行为。投资者在进行投资决策时常表现出过分自信、损失回避、避免后悔等心理，往往过分相信自己对股票价值判断的准确性，过分偏爱自己掌握的信息；对于收益和损失，投资者更注重损失带来的不利影响；及倾向于仿效多数投资者的投资行为等。要杜绝这些人性的弱点在股市上的显现，不是一件容易的事情，至少是件不以人的意识为转移的事情。

理想化的假设，使得经典理论看起来很完美，并成功地写进了教科书。然而，人性问题的研究就是一个遗憾和缺陷的研究，不可能是完美的。更何况，我们都是人，我们都存在缺陷，我们又何以公正客观地评判别人的行为呢？但投资者大可不必为此而迷茫，因为这正是机遇的所在。

或许正因为有了人的非理性，股市才有了投机，也正因为此，股票投资才同时成了一门艺术，而艺术的造诣，除了知识外更需要的是修炼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四篇

铸造不同的自我

【理论联系实际】

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纸上谈兵，终是无用。股市是一个“胜者王侯败者寇”的地方，再完美的理论，如果不能在实践中获得成功，对于投资者而言，仍然只能是画饼充饥。要知道，操作及其过程也是一门学问，到底是骡子还是马，需要溜溜才知道。



关键问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论与实践

股市赢利说起来十分的简单，“高抛低吸”，就四个字全概括了。问题是什么时候是高、什么时候又是低呢？这个问题，只有在实践过程中才可能真正找到答案。

除了上述介绍过的理论，有时间再看看道氏理论、波浪理论、江恩理论等传统的市场分析理论，您或许会发现，各种市场操作理论的许多核心内容有着惊人的一致性，至少在底层的哲理上是相通的。真正能把种种传统理论融会贯通，吸收其精华所在，自然可少走一些弯路。但这不一定就是捷径，因为您的思维很可能在学习理论的过程中逐渐形成定式而变得僵化。前些章节中的理论和知识，具备相对广泛的通用性，也更值得反复琢磨和研究，但从本篇开始所谈的具体操作方法和方式问题，就难免会局限到某个阶段的某个市场，讨论实际操作，就无法回避现实的交易环境，因此您在今后的实践中也必须格外关注现实的环境是否已变化，需要做怎样的及时修正。否则，本书的某些过时内容导致您投资损失时，笔者也会脊背发凉的。

当然，在本书前面章节中的洋洋洒洒和啰啰嗦嗦，也并非无关紧要，没有从心里体会前面的哲理，没有用大脑去理解前面的概念，就不容易从本质上理解本篇的内容。理论与实践的结合，不是每个大学教授都能讲精彩的，笔者在此所汇集的精彩论述也并非完全来自个人所得，而是众多愿意分享经验的投资者的精华集纳，只是进行了些许加工而已。倘若您觉得某几句甚至一整段文字是自己在哪里发表过的，那么不妨和我联系，除了相应的稿费奉上外，还可以交个朋友。此外，您千万别指望在本篇中得到一两个炒股秘籍之类的技巧后，就可以照猫画虎地到股市里去捞钱了。这种一劳永逸的事情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只能晚上回家钻在被窝里做梦前想想。

“授人以鱼，不如授人以渔”本篇中所探讨的就是“渔”而不是鱼，更夸张些说，教会人打鱼的方法还不够好，更棒的是教会人如何创新渔具以保持打鱼方法的领先，如此深入下去，永无止境，本书的目的也正在于此。希望通过交流与探讨，让您在理论与实践的结合上进入到更高的一个层面。

磨练基本功



如果某个人成为投资高手，尽管他可能与其他人采用完全不同的方法，但有一点可以肯定，这就是在同他使用相同方法的投资者中，他一定是其中把该方法掌握得最好且能够灵活运用的那“一小撮”精英。也就是说，不论您选择什么方法来投资，最需要牢记的一点是，**在您所选择的方法上，您能够耍得最出色，至少比别人酷很多，这样才能技压群芳，高人一等。**

目前，世界上可供投资者选择的操作方法很多，各类机构投资者和研究机构也在不断研究和开发各种针对性的策略和方法。但就目前我国深沪股市而言，一些最大众化的方法还是非常有必要学习和掌握的。这些方法中，尽管有些不够完善，有些缺乏理论依据，有些过于传统，但只要还有相当数量的投资者在使用这些方法，作为职业投资者就需要有所了解。尽管您可能很难成为这些通用方法中的顶尖高手，但基本功是必须操练的，更何况知己知彼是克敌制胜的前提之一嘛。

股票的脸谱

很多谈论股票的书，都是在一开头就讲 K 线组合的，这从一个侧面反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了K线理论的普及和流行，因此在国内股市做股票，必须对K线理论有一些基本的了解。此外，关于公司财务的基本知识也是必备的，否则连年报都看不懂，又如何进行长期投资呢?

说实在的，写关于K线组合和财务报表的书太多了，写得很好的书也不少，如果笔者在此问题上再来上几十页“K线宝典”和“报表识别术”之类的文字，要么是班门弄斧，要么就是纯粹抄袭了。所以，这方面需要充电的读者，不妨翻阅本书后面附录中提及的参考书籍。尽管这里不想累述，但并不是无话可讲和无话要讲，而且这里所讲的说不定还是其他书籍中所难得一见的。

首先，K线是股票的脸谱，只是一种股市的表情。

越来越多的人都开始认同，K线图是一种对股市行情很玄妙的表达方式。阴阳柱线以及成交量和均线等技术指标所组合成的图像，实际上是股市运行的一个生动描绘。如果您经常观察一个人的脸，您就会很熟悉他(她)的各种表情，而熟悉这些表情之间的细微差别后，您就能率先捕捉他(她)内心的微妙变化。K线图正是股市的脸谱，一张张不同的图表所展示的正是股票背后的喜怒哀乐。特别是对于个股的K线组合，长期观察，就会逐渐看到暗藏在股票走势背后的股东们的表情，从而体会这只股票持有者们的心情。理解了这些持有者的心情，也就可以借助行为和心理的分析，对这些持股者的下一步举动做出一些预测。这或许正是我们观察K线的真正意义所在。当然，表情也是有真假之分的，小心别被某些虚情假意的表情所蒙蔽噢!

所以，在笔者看来，书本上的很多K线定式您只要有所了解也就足矣了，关键是对个股K线的长期细致观察，并从中揣摩出个股主力的秉性。需要注意的是，换了庄的股票就像整过容的人，需要重新熟悉。

其次，盘面是观察幕后对手的一扇窗户。

对于大资金和做中短线的投资者而言，盘面观察是一项不可不练的基本功。在一只股票上，通常会有数万甚至上百万的投资者，大家都分散地隐藏在不同的电脑屏幕后面，只有通过盘中的交易，才可以真切地感受到对方的存在。通过报单和成交记录，您可以看到伙伴或对手们的一举一动，长期观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察就会找到一种与幕后对手周旋的感觉。甚至，某些时候可以通过报单和撤单与莫名的对手进行类似语言的交流，颇有些像时下流行的QQ语言。不过，倘若您操作的资金比较大，可要小心，说不定过一会儿恼羞成怒的庄家会打来电话要求面谈。

此外，对于喜欢博差价的投资者，更应当熟悉通道、趋势线之类的概念，这样就会知道，在牛市里应该沿着上升通道先进后出，充分利用通道特性做足差价，而在熊市里则可以借助趋势线的压力先出后进，反复摊低成本。

第三，业绩报告是上市公司交上的试卷。

上市公司定期或不定期披露的信息是投资者了解上市公司最方便、最经济和最全面的途径。通读年报，恐怕没有不认识的字，但是文字的含义却未必人人理解。对基本分析比较喜欢的投资者，必须对财务知识有所修炼，即使赶不上专做假账的职业会计师，也起码能够理解每一项财务数据的原始含义。特别是那几项最基本的财务指标，至少需要知道，哪些指标是用来横向比较的，哪些可以用来纵向比较的。例如，有人提出“美国的钢铁股都是十几个美元，中国的才几元人民币，太便宜了，所以有很大上涨空间”，说这种话的人不是傻瓜就是别有用心。道理很简单，譬如美国的某钢铁股15美元，而净资产却在20美元，每年分红更是超过1美元/股，而我国的某钢铁股每股净资产为4元(人民币)，股价在8元，每年只分0.40元/10股，哪个更值得投资呢？应当一目了然。

第四，工具是上阵拼杀的武器。

俗话说股市如战场，上阵拼杀总要选择两件合手的兵器吧。如果注重技术分析，那么技术指标丰富且可以灵活组合的分析软件是必不可少的，倘若注重财务和行业分析，那么数据准确、内容丰富、信息及时的咨询系统则更为重要。熟练掌握这些软件工具也是基本功之一，如果不能把一件兵器操练得炉火纯青，那么上阵厮杀又怎么能够得心应手呢？当然，如果您自己会电脑编程，那么自己开发一些辅助或专业的分析工具和决策软件则更是理想的模式，有独特的竞争力，才更容易击败对手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，具有职业精神的投资者，必须在自己选择的方向上首先把基本功练好，除了上述的四个方面外，还需要一个通畅的跑道下单，这些都是必不可少的。但最佳的，还是根据自己的长处，摸索或开发出一套具有独特的分析方法和流程，这个方法或系统流程可以很复杂，也可以很简单，可以是以技术指标为主的，也可以是以基本面数据为主的，更可以是现有多种理论方法的融合。值得庆幸的是，股市投资的方法不是很注重“学历和文凭”，用高深的数理统计开发的复杂公式和用加减乘除摸索出来的简单逻辑，可能各具特色。当然，不论哪种方法都需要一个不断完善的过程。

这里还特别需要提醒的是，如果您把投资当作一项事业，那么完全沉迷于技术分析是很难成大器的。经过严格的技术分析训练，您会变得很敏感，对细节把握很好，但无论您如何细致地去研究 K 线，您都无法跳出其中的起起落落。对技术分析运用得越纯熟，您对投资的认识越接近自身的局限，您可以成为一个“巧匠”，但成不了“大师”。

训练自己的心脏

除了上述的看家本事外，投资者还需要对自身进行些基本修炼。股市投资，特别是短线投资也是一种“体力活”，健康的身体是坚持到胜利的最大本钱。如果自己直接操盘的话，还特别需要对自己的心脏增加训练内容，以保证在某些突发情况下仍然能够正常地跳动，并为理性的大脑供血。要知道，当年实施 T+0(当日可以多次买进卖出)的时候，真有操盘手在牛市里被累倒而送进医院的(当时还是手工填单委托)。

对自身的训练也可以分为几个方面，首先，要重树看待股价的标尺。

正如，前面章节中所探讨的，股市的价格和收益率系统是一个对数的系统，直接用价格和比例来测量是有偏差的。某些分析软件，已经可以提供对数坐标系的分析方法，但更主要的是投资者要有对数标尺的概念和理念，时常提醒自己不要掉入最简单的数字陷阱。例如，您初始的投资为 10 万，2 年后的市值达到了 50 万，又是两年市值达到了 200 万，虽然前面的两年只赚了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40 万，而后面的两年赚了 150 万，但实际的增长速度是降低了。[1]

其次，要建立对自己状态的评估和监控制度。

如果，您是孤军奋战，那么需要对自己的战斗状态经常评估一下，如果是基金管理公司，就更应该对基金经理人的状态进行客观而全面的监测。评估的目的，就是让状态最佳的投资者在状态最佳的时段里掌控更多的资金、进行更多的操作，而在状态很糟糕的时候尽量远离重要操作岗位。

建立一个适合自己的考核体系和心理评估系统是必要的，这会给您的投资人生加上一个保险锁。通常，一个人集权操作的状况下，这种制度是很难建立并有效实施的。所以，建议个人投资者可以借助家人的帮助，定期地给自己进行考核，并适时地限制一下自己的投资权限。考核的标准和程序可以自己来制定，但执行程序和权利必须留给其他人，这种做法，不仅可以增加与家人的沟通，还会取得其乐融融的效果，当然前提是您必须言而有信，不能“耍赖”噢。

第三，尊重循序渐进的自然规律。

心理素质对于职业投资者非常重要。而心理的训练远比不上知识培训的效率。因此，投资者需要适时给自己一个过渡或调整，使自己能够逐步适应环境的变化，使得心理调控能够保持运用自如的状态。试想，一个只操作过几万元仓位的投资者，忽然间去掌管数千万资金，对其心脏的承受极限是一个巨大的考验。所以，股市投资规模最好是分步增长，不要出现太大的跳跃，在投资方法的选择上也需要逐步完善和过渡，不要一会儿就否定掉以前的方法，一会儿又尝试截然相反的策略。

第四，公正区分偶然和必然。

偶然和必然是有本质区别的。必然性收益的风险可以忽略不计，而偶然的收益率即使再高，也需要把成功的概率因子考虑进来。进行无风险套利的收益率尽管很低，但它是一种必然，而跟庄获得的高收益则需要打上 10% 甚至更低的概率因子。所以职业化的投资者需要训练自己的思维方式，不要把

---

① 从对数计算得到(lg200 - lg50)<(lg50 - lg10)，也可从增长比例理解为 4 倍增速小于 5 倍增速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概率事件作为可以外推的必然事件。例如，股市上某一周实现了 10% 的收益，高兴之余，千万不要看不起每月 1% 的必然性收益(如果有的话)，更不应该去假设每周都赢利 10% 之后会如何如何……那种思维方式对投资者保持理性十分有害。

总之，投资者除了提高对外界的感知和预测能力外，对自身素质的修炼是同样重要的。**这里特别需要提醒，如果您不能把握自己的内心世界，那么即使过去有非常成功的投资业绩，或者有非常充裕的资金支持，您的财富仍然随时可能因您的失控投资行为而化为乌有。**

职业化的思维与逻辑

人性的优点需要两面看，有时发挥优点的同时就是暴露缺点，这是一枚硬币的两面。所以让正面作用发挥到最大而让负面效应发挥到最小，同样需要不懈的磨练。

例如，很多成功人士有一种优秀的品格，就是追求完美，但恰恰是这种对完美的追求有时会成为一种难以克制的欲望，从而演变成对错误的拒绝接受。如：《波浪理论》的发明人艾略特先生，为了使自己的理论成为“完美的理论”，一直在努力添加新的东西，以至于最终使很多人对波浪理论有些望而却步。不仅是艾略特先生，往往越是取得一定成绩的人，当自己已经拥有一套理论体系或系统的经验后，就总希望不断完善它，希望能接近完美。就像晚年致力于研究神学的牛顿先生和研究统一场论的爱因斯坦先生。因为他们看到了自己的理论体系中的“缺陷”，希望可以通过自己的努力，寻找到完美答案。

任何事物的发展都带有两面性，正所谓“一阴一阳之谓道”。任何理论都会包括自己不可以克服的另一方面的缺陷。甚至有人断言“不可以被证伪的，就不是科学。而只能是伪科学”。人类没有发现《量子力学理论》和《广义相对论》以前，牛顿力学似乎是不可能出现问题的。在市场中流传的任何一种理论方法，都会有自己好的和不好的一面。同时在好的和不好的之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间也一定存在一个度，超过这个度，就是不好的；如果没有超过，就是好的。这个度会随着时间、条件的变化，出现相应的变化。对这种度的把握是无法从理论本身得到答案的，而是必须靠自我修炼才能达到游刃有余的境界。

同样在证券市场中，很多理论不愿意承认自己的缺陷，这就是最致命的缺陷。作为理论的学习者和应用者，除了理论的内容外，更需要知道理论的致命缺陷在哪里，结论正确的前提假设是什么，现实中应用的先决条件有哪些，否则投资失败后怪理论没用，既于事无补，也损气伤肝。例如，多数现有的投资理论中都没有涉及资金的使用限制，而我们现实的投资世界中，任何人都不可能拥有无限的资金，同时也不可能有无限大的市场来承受过于巨大的资金。这种情况下，理论的使用者就必须自己给理论加上一些有关资金限制的条条框框，时刻警惕一旦接近这些框框边缘的时候，理论将面临失效。

在理论研究时，可以对许多非主题的因素进行理想的假设，有时也不得不忽略一些无所谓的细节。作为在真实市场中谋生的职业投资人，必须在思维逻辑上学会抛弃一切假设，以“否定”的态度面对一切。应该多鼓励自己去寻找每一种投资方案中的缺陷，并积极地利用这种缺陷，这时，该理论的其他信奉者则会不自觉地拿出自己的财富来奖励您。

当形成自己满意的投资方案后，也不妨多想想这个方案的致命缺陷在哪里，一旦出现最糟糕的情况，该如何应对，而不是顺着自己的思路越想越美。譬如，在分析行情和个股的时候，找出与自我观点相反的见解，从中寻找自己可能存在的错误，一旦错误真的发生，就会有更充分的准备，知道如何果断行事以减少损失。

著名的科学家牛顿在金融市场投机失败后的感叹，“我可以计算天体的运动，但却不能估测人们的疯狂。”而**投资者必须牢记的是，市场永远不应该被假设成某种简单的物体运动**。作为刚进行买进操作的人，应该多假设跌了之后怎么办，而刚卖出的人，则应多想想刚出货就涨上去该如何操作，这才是职业投资者的思维与逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扼住风险的喉咙

“股市有风险，入市需谨慎”，这几乎是所有证券营业部都张贴过的标语。这话表面看明白无误，但什么是风险，如何才算谨慎呢？说不定9个股民可能会有10种解释。所以，投资者首先应该争取从实践的角度全面地理解风险，然后学会针对不同的风险，采取一些防范措施。

首先，对股票投资风险要有全面理解。

学者们会告诉您，股价的大幅波动是风险，也就是概率意义上的方差，但庄家可能会反问，股票不就是用来炒的吗？没有大起大落，怎么赚钱啊？或许还会有人说，上市公司的不诚信才是真正的风险，如此这般这般。综合起来，可以概括为，可能造成投资者出现损失的不确定性，就是股票的风险。剩下的关键是如何评估和控制风险。

以经营风险为生的银行在这方面最有发言权，所以越来越多的机构投资者将银行业管理风险的方法引用到了股票投资上。例如VAR指标。通俗些讲，这个指标以某种概率下的最大损失来衡量风险。例如，您有100万市值的股票。通过计算得到5日周期下，1%概率假设下的VAR为10万，这就是说，5天以内，您最大的可能性损失为10万，比这更糟糕的情况只有1%的出现概率。如果您的100万中至少有10万不是短期拆借来的，那么5日内您破产的概率只有1%（这可不算是个很小的比例噢！）。当然，具体的计算方法和步骤比较复杂，但海外的一些投资软件中，已经提供了这种指标。至少，您可以按照这个思路对自己股票的风险，进行一些主观上的估算。有经验的股票投资者对VAR的主观估计，有时会比专家通过历史数据计算出来的值更接近未来的实际。

对于多数个人投资者而言，缺乏大量统计数据支持的情况下来做决策，可能是一个弱势。但**高比例的自有资金将大大降低其破产风险，这是一个很重要的强势，所以个人投资者轻易不要放弃这个强势。**

其次，资金管理的风险往往是致命的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金管理很重要，特别是资金来源的管理，平常不引起注意，但一出问题，往往是致命的。比如，一个投资者发现某只股票价格已经超跌了，投资机会出现了，于是毫不犹豫地买进。但买进后，股票继续下跌。如果缺少资金，在保证金交易下，他就不得不将手中的其他证券亏本套现。类似，如果是一个开放式基金的经理，那么基金投资人得知基金亏损时，可能会大额赎回，反过来促使基金经理陷入更糟糕的窘境。因而，投资者必须限制自己的某些冒险行为，以防止资金管理上出现恶性循环。对于某些个人投资者而言，如果是亲戚朋友的资金合在一起投资，就也会有类似的风险。由于人的本性，往往在最需要钱的时候市场上的资金最紧俏，而股市见顶、且不需要资金时，很多人会拿着钱找上门来。所以，一旦管理的资金上规模后，如何让自己在股市底部有足够的资金，而在套现后又有合适的去处，是一个资金管理上需要锤炼的基本功。

第三，政策和市场风险防不胜防。

尽管，股票波动风险的背后通常包含了政策和市场的风险，但对于新兴市场，在决策时还是特别关注为好。例如，1995 年的“5·19”行情的起因，是关闭了国债期货市场。2001 年 B 股市场同样在人们的意料之外突然向内资开放了。此外，不少美国投资者还因为“9·11”事件被打爆了仓位(美国允许个人投资者高比例透支)，这些都是意外，但如果您想在股市里长命百岁就必须为此类意外留一手。再往小处说，股票的突然停牌，交易所的出面干涉以及董事长的突然身故等等，都不是没有先例的意外。所以，想要在股市里笑到最后，必须在风险控制上多留些空间，尽管这会牺牲一些投资的效率。

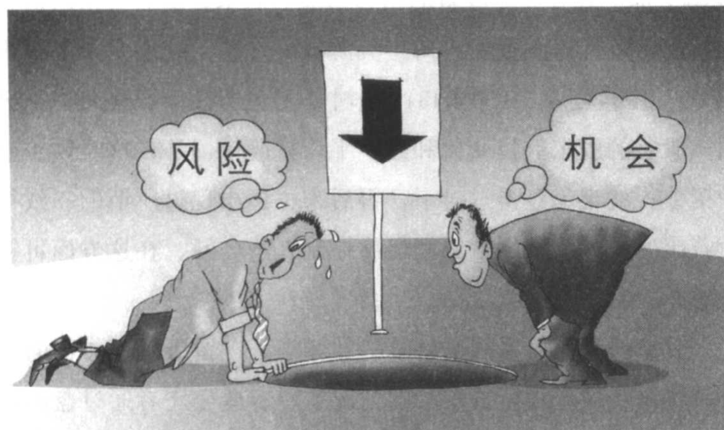
俗话说“百密一疏”，即使建立了严格的风险管理体系和控制系统，但内部人员和自己的道德风险、疏忽风险，同样是无法彻底避免的。因此，在资金上，在权限上，进行必要的分散，是十分必要的。这也是机构投资者和个人投资者最大的区别。

面对种种风险，投资者必须还要有自己的评估方法和尺度，如果能够像机构投资者那样进行一定程度的量化监测，当然是最理想不过了。不过在考虑成本和技术水平的情况下，最实际的做法还是培养良好的风险意识，在自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的操作中，增加一个环节，即在投资前先考虑一下对最坏情况发生时该如何应对。从另一个角度讲，风险是客观存在，是无法完全控制的，投资者真正所能做的是，尽早发现和正确认识风险，并提前做好应对风险的各种准备。此外，所有的风险控制都会或多或少地对投资行为有所限制，为此丧失一些机会和灵活性是值得的。理解了这一层，您可能就不会为某些 ST 股的超级行情所诱惑了。

还是俗话说得好，“留得青山在，不怕没柴烧”，只要不大伤元气，总还可以东山再起。所以防控“破产性”的资产损失是投资者防范风险的“第一原则”。

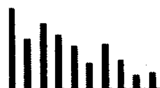


认识风险

“钻空子”精神

笔者并不计划在这里大谈如何“钻空子”，更不鼓励投资者去违法、违规。事实上，发现市场游戏规则的疏漏，并利用这些空子，就会放大疏漏的危害，从而促使规则尽早得到改进并变得日趋完善，这个过程不是提倡与反对的问题，而是市场游戏规则走向成熟的一个必然过程。此外，笔者更希望提倡的是一种不断进取的创新精神，惟有这种精神才能推动市场的科学和健康发展，也才能使投资者在市场中保持旺盛的斗志和生命力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



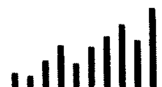


既然谈到“钻空子”，就难免涉及一些“打擦边球”的事情，其中大部分做法已经被明令禁止了，但在当时，要么还没有非常明确的法规来禁止，要么就是在监管上还缺少切实可行的手段。首先，不妨列举几个账户管理实名制的案例。早些时候，深沪交易所的机构投资者通常借用个人身份开户，以便于隐蔽自己的炒作行为。后来，按照账户申购新股时，很多机构和大户还一度疯狂收购身份证，以突破单个账户申购新股的上限。更为操作层面的是，坐庄机构，利用多个个人隐蔽账户收购流通股，然后用公开的某个账户进行举牌，营造出收购的氛围托高股价，并最后用隐蔽账户纷纷套现赢利。深沪股市中早期的所谓收购题材中，不少是按照这个思路来炒作的，这些股票的K线图上都记载着此类故事的精彩章节。后来，随着交易所监管的加强和信息披露的完善，以及投资者对这类游戏的熟悉，这类空子就很难钻了。在2000年的“中科创业”(000048)炒作中，普通投资者已经可以从公开信息中了解到该股票的股东数目变化和账户平均持股市值等，这时候，坐庄者还依赖这种招数，就难免显得过时了。再后来，还出现过所谓的一致行动者等等，但随着流通股大股东的披露和最终控制人的公开，在这方面可钻的“空子”越来越少，难度越来越大。

其次，交易制度上的漏洞也给某些“坏小子”留下了恶作剧的平台。例如，在交易所对交易过程监管不严的情况下，有些坐庄者通过盘面向某些关键人物“送礼”，一度在交易比较清淡时，个别股票开盘时在跌停板位置成交数百手，此后不日便开始了一路扬升的牛市行情。那日在跌停板附近埋单的“高人”自然受益非浅。当然，这种雕虫小技登不得大雅之堂。不过，对交易制度的研究的确是有学问的，例如基金最小报价单位的变化、涨跌停板制度的特性，以及利用转债条款与股票之间如何套利等等，都是可以摆上桌面的理论问题。

第三，公司治理的规范过程相对漫长，各种钻营手段五花八门。最热闹的当然离不开资产重组的游戏。有实力的庄家一头在二级市场上搜集筹码，另一头可以与上市公司的大股东们谈判有关股权转让及重组的事宜，借助种种自己炮制的传闻，足可以在股价的波动中赚得盆满钵盈。此外，上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与大股东的关联性、股评家和庄家的联手作市等等，不少问题虽然有相关规定进行制约，但监管措施和手段一时很难到位，因此，自然有不少钻营高手乐此不疲。对于此类事情，正应了某位前辈的名言，**"阳光是最好的杀虫剂"**。

第四，法规的完善更是一个市场不断试错的过程。钻法律空子的行为有时让人气愤，但又似乎无可奈何。与前三类玩家相比，此类游戏是非顶级高手莫玩的。相对于市场制度和规则的建设，国家法制的完善更需要耐心，股市里的大小庄家们玩了 10 年多，不才只有 1 例得到审判①吗？因此，那些有能力在某些黑色地带和灰色地带自行游走的人自然还会有相当长的时间玩下去。还有一个著名的案例可归为此类，这就是三联重组郑百文(600898)。其中的一个核心法律问题，就是对默示的法律规范。通常情况下，改变现状需要明示，维持现状可以默示，但偏偏在三联重组百文时反了个儿，维持现状的投资者需要负担额外的成本去明示，而支持三联的则可以不需做任何事。这就好比，客人去饭馆吃饭，而某奇怪的饭馆规定，进门时就假设客人默认要吃所有菜肴，对于不吃的菜需要一一明示，这显然很荒唐。而对于原郑百文的股东似乎就被送进了这样一个餐馆。当然，法律和常理终究不是一回事情，违背常理但可以不违背法律，所以这种行为难免会引起激烈的争论，同时还有许多人为三联的创新之举鼓掌，因为从另一个角度看，百文的原股东早就该破产了，是三联救了他们。

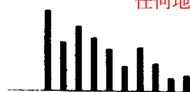
制度永远是在不断实践中完善的，而这个过程中也永远是有"空子"可钻的。当然，这里列举的例子，大多已事过境迁，面对现在和未来，您应当在法律允许的框架内自己去探索。说得更学究一点，**金融创新和金融监管永远是一对相互推动的力量，不断的创新推动监管的完善，完善的监管推动创新的突破。**

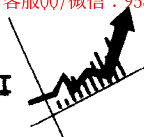
作为股市职业投资者需要修炼的基本功远不止这些，但学习基本知识、掌握基本技巧、练好心理素质、提高风险意识、保持"钻空子"的创新精

---

① 2003 年 4 月 1 日，北京市第二中级人民法院(简称"二中院")对深圳市中科创业投资股份有限公司操纵证券交易价格案(简称"中科案")一审公开宣判。截止到本书完稿，这仍是我国证券市场对股票操纵的第一个也是惟一一个判例，而作为此案的主犯吕新建(别名吕梁)与朱焕良均下落不明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





神，这几项都是职业投资者不应缺少的，倘若基本功不扎实就倾其所有跳到股海里去冲浪，您就难怪会生活在股市“食物链”的最底层了。

牢记最根本的规律



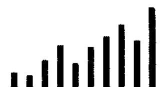
有了基本功，就可以开始操练了。下面我们就从头开始，介绍如何建立起一套属于自己的投资体系。但建立具体体系之前，首先还需要构架起一个由股市根本规律组成的平台，这就好比伟大科学理论的前提假设或者说投资者观察股市的世界观，有了这些最基本的假设和信念，才有了搭建高楼大厦的地基。同时，投资者在实践中需要牢记这些最基本的股市规律。当然，笔者在这里所罗列的所谓基本规律，还当属一家之言、一孔之见，您可能还需要结合自己的步伐做些与时俱进的调整。尽管如此，其中的部分规律已经相当基本，以至于有些像哲学里的某些争论和悖论。但愿，您能把这些基本规律融合到自己的体系、思考和操作中。

研究股市投资规律的人可谓多如牛毛，得到的成果也如繁星满天，但是作为投资者，不可能把每个星星的位置都搞清楚，需要牢记的只不过几颗定盘的星，就不会搞错大方向了。其实，股市大部分基本规律和理论在本书的前半部分已有所探讨，本节则从中国传统文化的视角对一些规律进行了精简，提出一些并非普遍但至少长久的规律，并赋予了新的解释，这样做或许对中国文化下成长的投资者更加便于记忆，也或许有些更深、更新的感悟。

根本之根本

股市投资的一切基础在于哲学。对投资哲学的理解将伴随着您一生的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资实践，甚至包括生活的大部分。

首先一条就是**变化是永恒的**。本书的第一篇基本都围绕着这个核心，所以这里不再啰嗦。

其次一条是**正确与错误是无法彼此验证的**。任何科学的理论只能证明错误，而不能证明永远正确。正如牛顿前辈发现的很多规律在宏观慢速的条件下是正确的，但到了微观高速的环境下就全不适用了。任何没有被证明是错误的理论并不就是真实世界本身，可能纯属“瞎猫碰上死耗子”。从投资角度讲，任何正确的投资结果，也并不能证明此前的分析判断是正确的，更不能因此证明倘若采用其他方法就一定会失败；同样，失败的投资也不能证明其分析结论是错误的，也不能由此推断选择其他途径就一定会成功。这是个根本性的问题。由此您也可以理性地认识到，“懊悔”和“自大”都是没有依据的，偶然性和必然性时刻都在相互转换之中。

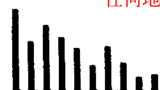
第三条是**别忘了自己**。在研究和观察股票市场时，投资者并不是完全的旁观者，而是参与者。研究股市的规律与研究自然科学的最大不同点，就在于研究者本身也是被研究对象的一部分，而且会因研究结果的变化反过来作用于研究对象，甚至导致研究结果失效。这就形成了一个互动的循环，而使得研究结果永远无法真正定格于被研究的对象。通俗地讲，就是当有人真正找到股市规律的时候，规律被广泛认同和应用后就会改变股市，使得股市变得不再符合这个规律，于是人们再去寻找新的规律，周而复始。这也是多数投资理念各领风骚三两年的原因。

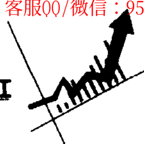
中国有句老话叫做“天机不可泄”，或许说的就是这个道理，一旦泄漏了，天机就不再灵验了。被称为国际金融大鳄的乔治·索罗斯曾在《金融炼金术》[1]一书中以反射原理详细描述了这个道理。他认为反射原理是市场中始终有效的理论，但索罗斯后来也走了“麦城”，不仅因业绩下滑而导致基金缩水，研究其所谓“反射原理”的人也就少了。

在多数投资者的成长过程中，过多地注重方法和手段，这或许是他们没

① 原英文书名为《The Alchemy of Finance——Reading the mind of the Market》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





有达到目的的原因。工具、方法和手段可以提高效率、加快速度，但这不决定方向性问题。方向错误，即使是坐飞机也无济于事，而且还要增加成本。相反，**决定赚钱还是赔钱的方向性问题在于投资的哲学，如果在投资哲学方面能够树立适合自己的正确理念，剩下的只是挣钱快慢和多少的问题了，否则，将是赚还是赔的问题。**

物极必反与逆向思维

“物极必反”的规律，看起来也很基本，但不是还有“强者恒强”的说法吗？在上一篇中对于这两个规律已有探讨，这里需强调的是，从更长远的角度看，“物极必反”似乎更加根本性一些。因为，“物极必反”构成了一个稳定性的市场，是个长期规律，而“强者恒强”只能使市场崩溃，因而必然是相对短期的规律。所以，在长期投资群体的情绪、市场的监管、投资理念等方面时，应该更多地考虑“物极必反”的特性。

“物极必反”的案例很多。譬如，1997年香港回归，当属值得庆祝的百年利好，可股市恰恰迎来的是熊市的开端。又如，我国加入WTO时，普遍被认为将受到严重冲击的汽车行业，却在入世后的3年内得到了空前的发展，相应的汽车股也是一路扬鞭奋蹄。又如，在股市里泡的人，梦寐以求的莫过于骑上一匹黑马，舒舒服服地一路坐轿。可哪里去找黑马，黑马又长啥样子呢？这里面也包含着物极必反的道理。

所谓黑马，最大特征就是黑，黑得连看都看不见，只得凭着嗅觉和直觉来寻觅。这就像世界杯足球赛中，巴西队杀入决赛，那不叫黑马，相反，有幸参赛的中国队哪怕只进了前四名，就一定会一致被公认为“黑马”（但愿您看到这里的时候这个比喻不再合适了）。当然，在“黑”的程度上也不能太走极端，否则有浪费感情的危险。在资产重组题材炒得红火的日子里，当一则重组公告亮在投资者眼前的时候，公司的股票即便有黑马的本性，恐怕也早已奔到了高山之巅，这时候去骑它的人，要么需先喝上瓶“二锅头”，要么一定是吃了熊心豹子胆的超级高手。在股市里，庄家找不到黑马，有时可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用资金当油漆，迅速地刷出一匹，尽管可能脚力不足、脾气古怪，但至少可以做到黑得发亮，而这点亮儿正好给黑暗中摸索的散民带来一点憧憬。不过作为心地善良的散民，还是最好牢牢记住：黑马是黑色的。

总之，股市投资者拼来杀去的结果，一定是少数人赚钱，而正确预测走势的也一定是一小撮别有心计和嗅觉的人。因此，适时遵循物极必反的规律，坚决逆多数人而动，自然会比"随大流"的策略有更高的获益概率。



白马变黑马

昨天、今天与明天之间

各类投资理论博大精深，这里肯定不可能一一道来，但这众多的理论可以依据一个简单问题而划分为两类。这就是：昨天、今天与明天之间有联系吗？

第一类认为，今天和明天之间没有必然的联系。以概率为基础的投资理论大多属于此类，这些理论相对严谨，演绎出来的操作方法也便于程序化后进行电脑操作。这类理论假设股价和投资行为都是随机的概率事件，昨天、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天与明天之间的所有联系是随机事件按照相同的概率特性在不断地发生着。专业些说，就是将股票波动看作一个随机变量，股价的波动纯属概率事件，没有内在联系。

在此类理论基础上演绎出来的方法，大多数没有充分考虑人的因素和制度设计。例如，股票波动中向上和向下的“摩擦力”是不同的，这种交易特性不同的背后是做空与做多的成本差异。即使在美国，养老基金等也是有做空限制的，因此没有做空机制的深沪股市自然会在价位方面虚高出一两个台阶。类似，许多学者在研究中也并没有将涨跌的概率进行区分，因而也不去解释交易制度造成的差异。这也是不少理论研究难以解释实际现象的原因之一。又如，资本资产定价模型(CAPM)，早已充斥证券投资的教科书，不少机构都费时费力地去计算公式中需要的参数(α 和 β 值)，其实模型本身也没证明，昨天数据计算出来的参数可否用来计算明天的预期收益率。

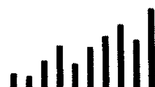
这就是为什么精通这些理论的教授们在炒股上并没有个个赚钱的原因。甚至，没有人可以给出充分的证据，证明掌握这些理论的程度，与投资收益存在正相关性。这些理论是经过严格证明的，是正确无误的，问题是出在理论及其模型都是建立在一些假设基础上的。而这些假设未必能在现实中有条件成立。

第二类认为，今天和明天之间是相关的、相似的，甚至可以说历史总在不断地重演着。尽管历史的重演可能不一定完全相同，但具有很大的相似并具有可操作性。这是因为，投资者的情绪具有连续性，市场的投资理念具有惯性，市场参与者的变化是缓慢的。因此，许多因素导致了市场特征的延续性和重演性。几乎所有的技术分析，都是以这种理念为基础的，信奉者大多相信历史会惊人类似的重演。

今天与明天之间的联系到底有多大呢？还可以通过下面的一个研究实例来说明。

股价波动很类似某个物体在多种力作用下的物理振动，依据这个假设，有人尝试运用振动原理，将今天以前的某只个股的走势分拆成为不同频率、不同幅度的正弦波之和，也就是说，历史的股价走势可以分解为各种大小不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同的周期性因素的合力。依据历史数据，可以推算出各种力量的周期参数和大小，然后，根据这些参数来预测明天的走势。然而结果令人沮丧，预测结果很少与实际相符。笔者也粗略验证过，历史数据对未来的解释能力十分有限，甚至可以说，明天的股价波动的真实原因只有 20% 取决于历史，而 80% 的波动需要由新公布的信息和随机因素来解释。这些新信息和随机因素的作用使得昨天不同于今天、而今天不同于明天。

不论您支持哪方观点，有一点需要牢记的是，这两种观点都不会在任何时候总正确，一定是各有自己依赖的事实基础，否则投资理论家们的分歧和争论早就烟消云散了。但至少有些时候还是比较明显的，例如重大的交易制度改变、市场结构变化等。一旦这些基础制度发生变化，甚至包括税费调整、交割制度和涨跌停板等规则修改，都会在一定程度上造成今天与昨天有所不同。投资者在交易策略的选择和验证上都应考虑这些因素。试想，倘若明天起开放做空机制，市场又会发生怎样的变化呢？

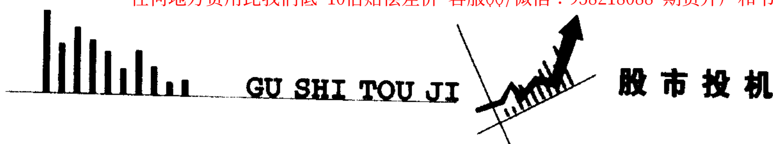
大刀还是长矛

投资成功的方法并不惟一，选择哪种方法，是个比较根本的问题。很多这专家、那大师都会给投资者提供各种建议，除了“适合的才是最好的”基本原则之外，投资者仍然有比较宽泛的选择空间，这很类似习武前对兵器的选择，大刀还是长矛？

早些时候，经济学家告诉投资者：“国家经济形势的走势、有关部门对股市的宏观政策调控、对股市的技术分析等等因素决定着股市的起伏。一般来说，当国家银行货币投放量增加时，股市行情趋于上涨；当通货膨胀指数上升时，股市行情趋于下降……”好了，就此打住！因为还有技术专家、数浪专家、财务专家等等，都会告诉您种种金科玉律。牢记几个要点就可以稳操胜券了？了解点儿宏观经济的基本原理就可以研判大势了？知道 ABC 浪就可以在股市里冲浪了？除了开创这些理论的大师外，没人有资格这么说。

学习和使用任何方法，都是一个由简至繁，然后再由繁至简的过程。犹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如读书，先把书读厚，再把厚书读成几页纸，才是科学的方法。所以在股市投资的方法上，也是难者不会、会者不难。宏观经济在大师嘴里可能就这么几句话，因为大师学通了、悟透了，咱们要是只拿这几句话来研判股市，十分愚蠢。笔者认为相对科学和稳妥的办法是，先进行最广泛的了解和学习，甚至包括各种复杂、高深的“邪门歪道”，然后逐步体会出最根本的东西，并结合自己的实际情况进行适当调整后，变成属于自己的一两种方法，最后简化成一两个绝招儿，这才是通向大师的必经之路。一步登天的路只可在做梦时走，不可能在现实中走。

至于方法的简单和复杂并不很重要，简单和复杂也不决定方法的好坏。随着计算机的发展和普及，再复杂的方法都可以通过鼠标来实现操作。有些方法很简单，但很难做到，有些方法很复杂，但并不难做到。相比之下，越难以做到的方法，使用的人越少，有效性就越高。比如精心选择并买入后长期持有的所谓价值投资方法，在技术上学两年财务就可以精通了，但真正有“巴菲特”般定力和耐力的人实在是凤毛麟角。

股市挣钱本质上同其他行业是一样的，就是要有自己独特而持久的竞争力。您拥有别人不易效仿的投资方法，就可以保证持续稳定的竞争优势。当然，这里所说的方法通常不是简单的一两个操作技巧，而是一个建立在正确理念、科学流程、稳健操作基础上的系统。而且这些高招可能面临因环境的不同而大相径庭，因此必须时刻关注理念是否与市场匹配。例如：一个市场中，“炒股者”所占市场投资者的比例可以从股票的换手率(turnover rate)反映出来。20 世纪 90 年代美国纽约交易所的年平均换手率约在 20% －50% 之间，即股票 2－5 年转手一次。这等于说，绝大部分人持股两年以上。即使到了格林斯潘所谓出现了“非理性狂躁”的 1999 年，也只有 78%，即 1.28 年换手一次。而 2000 年我国沪深股市流通股的年平均换手率分别是 499.10% 和 503.85%，即上市流通的每一只股票平均每年要转手 5 次以上，停留在每位购股人手中的平均时间不超过两个半月。如此悬殊的市场，怎么能够依赖美国的投资理念来指导中国的实践呢?

需要补充的是，成熟的股市需要成熟的投资者，成熟的投资者也推动股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的成熟，在相互推动中，市场的成熟有时不可能让所有的投资者同步走，那些缺乏成熟理念、盲目跟风者且顽固不化的人会逐步被淘汰。正犹如“短缺经济下产品没有质量问题”的断言，其实不是真的没有质量问题，而是因短缺而无暇顾及质量问题。成熟市场也不是没有非理性的投资人，而是他们会被理性的力量所逐步消灭。

赢利模式

比投资方法更宏观一个层次的问题是赢利模式。股市里的投资者多少有些像大森林里的生物们，各有各的生存之道。找到自己食物链的下端就能填饱肚子，而躲开食物链的上端就可以避免成为别人的午餐。因此选择一个符合自己市场角色的赢利模式是在股市中生存的关键一环。

首先，说说广大的中小散户(50 万元以下)。相对机构而言，整体散户命中注定就是给饿狼预备的羊群。那么作为个体该如何避免“被吃”的命运呢？最基本的模式就是不要“随大流”。原因很简单，不论狼群还是狮子都以羊群为目标，如果您不和其他羊群走在同样的路线上，狼和狮子没机会和工夫关注到您的。其次，您必须炼就和其他羊不同的生存方式，这样才可以逐步进化到食物链的高层。

作为散户，比较现实的成长模式，就是探索一个适合自己的实用方法，然后在与命运的抗争中成长。不少非常成功的散户故事告诉我们，散户的优势在于跑得快，来得快，弱点是容易受到诱惑并跌入陷阱。很多题材炒作，实际上就是一个诱骗过程。因此，积极的职业散户可以借助自己独特的一些指标，以高频率、高比例持仓的手法来获得资产的快速增值。保守一些的散户，则研究一些中长线指标，一些周期性操作，保证自己轻松获得平均收益。这些指标通常是自己创造的，至少也是对现有指标深刻理解上的改良或组合。

其次，说说中大户(50 万 - 2000 万元)。比起散户资金雄厚了不少，但仍无法与机构抗衡，正因此，往往是机构猎食者们的美餐。要摆脱被分食的命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运，必须了解一定的投资知识、积累一定的实战经验，如果不能下决心或不适合做职业投资者的话，最好让基金理财算了，否则好不容易积累的财富很可能付之东流。而作为职业投资者，则需要对资金管理和风险控制有所把握。然后深入研究一些庄家的赢利模式，以期望能够狐假虎威或与虎谋皮。周期性操作者，可顺势而为，重点研究并跟踪几只股票，这是相对低成本和低风险的模式。但难点就在于风险和收益的平衡上。在市场中拼搏了一段时间以后，多数投资人都会形成自己的一些投资模式，然后自觉或不自觉地按照这套模式去运作，直到这套模式过时甚至错误。如果个人大户想要顺利完成向机构投资者的转化，那么一定需要更多的时间来反思和修正自己的投资模式。

第三，中小机构(2000 万 - 5 亿元)所面临的问题有所不同了。除了投资策略外，资金管理、风险管理、代理成本等问题的重要性大大上升。中小机构一般没有充足的研发实力，也缺少独立运作能力。因此，选择模式大体为两类，一是做个大散户，进行分散投资；二是与志同道合且相对知心知面的主力合作，这种合作与中大户不同，通常需要面对面的沟通，甚至要有摆到桌面上的协议。如果自己运作，则需要进行适当融资，才能进行一些个股的炒作，但这种运作模式如果缺少专业的管理团队，风险很高。

第四，大机构(5 亿元 - 100 亿元)。大部分国内基金和券商都在这个范围。凭借这个资金实力，已经可以控制个股甚至是某个板块的走势。因此，其投资方式已完全不同。一方面，需要与被投资的上市公司建立密切的联系，另一方面必须把系统风险的防范放在首位。对于这个级别的投资者，往往融资能力很强，资金大小已不是问题，关键是如何驶得“万年船”。

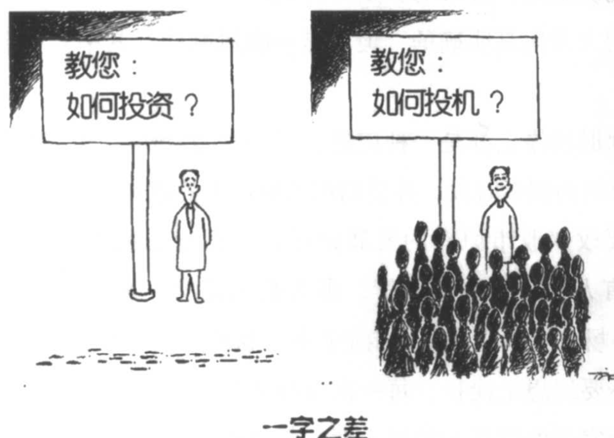
如果从个人职业投资者的成长历程看，第一阶段需要独辟蹊径，进行高风险操作来完成原始积累。到达第二阶段，需要提高专业化水平，以保住胜利果实。从第三个层次开始，一般不能再以单个投资者的形式来投资，需要组建职业化的团队或委托给专业机构。个人投资者很少可以发展到第四个阶段的，如果有这个机会，最佳的选择是自己只做董事，千万别再指手画脚甚至直接操盘，如果条件允许，最好去知名高等学府的金融专业里泡上 1 年半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

载，与圈子里的顶尖人物都混个脸儿熟，这比什么技术指标都管用。

具体到各类投资者的具体“活法”，有很多精彩的市场案例，例如，通过控盘个股做大股票市值再进行抵押融资从而放大资金链条的模式；通过辅导经营和包装上市公司财务指标来玩业绩浪的模式；也有通过行业前景挖掘配合市场题材炒作的所谓价值投资模式；还有利用内幕交易和公告信息炒作送配行情的模式；更有假重组真圈钱的两手抓模式等等。一方面，这里难以一一指名道姓地谈论这些案例，另一方面，读者可以在网络上查找各种形式的相关报道和帖子以获得更全面的信息。

从长远讲，市场中的超级主力，已经不完全是资金的问题，而是在眼光和理念上胜人一筹。**真正的市场主力，是能够洞察未来并引领投资理念的机构**。例如，1999 年的 3 月初，笔者参加了《华夏证券有限公司与苏黎世金融服务集团合作备忘录》的签字仪式，在备忘录签署的同时，一项有关我国 B 股市场的《投资管理协议》同时签订。当时，苏黎世金融服务集团[①]以《投资管理协议》形式邀请华夏证券有限公司出任其中国外资股市场投资的经理人。该项投资总额为 1000 万美元，投资标的市场主要包括上海 B 股、深圳 B 股和香港 H 股，具体运作于此后不久展开。众所周知，2001 年 2 月 B 股市场



一字之差

① 苏黎世金融服务集团是全球性的金融保险机构，在超过 50 个国家拥有 3000 多个分支机构，以资产总量衡量，当时位列世界第二大保险公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对内开放，上海B股指数在2001年6月时涨到了240点附近。回首一望，当时人家“老外”挟1000万美元来投资的日子，上海B股指数只有24点。两年，整整10倍！

高山流水

“高山流水”跟股市投资有啥关系呢？不妨先从一个现象说起。

如果您观察山间的一股清泉，您会发现，泉水从山顶上缓缓流出后并不是沿着直线距离流到山脚的。因为，在从山顶到山脚的征途上，有很多导致泉水转弯的地表障碍。泉水会绕过这些阻碍，蜿蜒曲折地流向山脚。但是，流水的每一分、每一秒的选择，都是当前的最优解，这是地球引力所确定的。偶尔，碰到四面是阻碍的洼地，流水就会形成小的湖泊和水潭，积蓄力量后再翻过障碍继续前行。有时，流水也会因形成激流，而直接飞跃过一些小障碍。仔细观察流水走过的每一步，您会体会到，一滴水从山顶到山脚所经历的坎坷旅途。

啰嗦了240个字，想说明的问题有以下几条：

首先想说明的是，股市的长期走势同流水一样，方向明确但道路曲折。即长期牛市的大方向是明确的，但不是一帆风顺的，其中会有数不清的障碍和反复。

其次，倒退和停止都是一种前进，是一种力量的积蓄。投资者要学会充分利用这种市场的积蓄时段，并借助积蓄后产生的激流实现自身的飞跃。

第三，要改变股市原有的发展路径，要么自己积蓄力量，要么借助外力。例如，有人从山顶铺条水管，那么毫无疑问，水会从山顶径直流到山脚。否则，市场自身的前进，只能是在每一次选择时实现眼前利益的最大化。

第四，不要幻想走捷径。每一次市场大起大落后，很多人总好心地希望设计建立一套完美的监管和发展方案。但事实是，市场只有在不断的曲折反复中前行。相反，尽最大可能地利用市场缺陷，反而会使水流得更自然。历史的发展一再证明，完善的制度只有在不断的试错中产生。这一点和教育孩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子是一样的：父母把自己的经验总结后指导孩子选择前进线路，结果往往失败，要么是过去的经验已失灵，要么是孩子自有主张。

此外，再次想强调的是，路线选择与对错验证的关系，即路线选择的最终正确，无法证明未选择途径的错误，选择的最终错误，无法证明未选择途径的正确。所以，倘若您最近连连得手，不必为此而沾沾自喜，倘若是倒霉无比，也不必因此而丧失信心，甚至怀疑一切，因为一时的投资成败不能证明任何事情。

周期与轮回

股市里天天都有机会，但不是每一个机会都要去捕捉，既无必要也无可能。投资者需要重点把握的是股市的大机会，而这种大机会的出现是有一种周期性在其中的。

周期这个词很重要，市场的周期、情绪的周期、行业的周期、企业的周期、产品的周期，所有这些事物的周期特性决定了股市机会的周期性出现。曾听搞服装的专业人士说，服装的流行一般是 60 年一个轮回。股市里的理念、概念、题材又是多少年一个轮回呢？

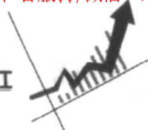
曾经看到有位投资者的文章，题目叫“不学巴菲特”，内容列举了中国散民与美国投资大师在投资条件和环境上的巨大差异。最后得出的结论是：“咱学不了人家巴菲特”，机械地照搬照抄只会带来更大的损失。这话不假，不少投资者因效仿巴菲特的长线投资，可能好几年等下来不仅没有赚到钱，反而是在一些所谓“价值股”上深度套牢，甚至股票都变成了“PT”股而被摘牌了。如果他们还必须同时面对垃圾股的趾高气扬和自己实实在在的亏损，内心里恐怕早已是在“诅咒”巴菲特了，又何止礼貌地说“不学”呢？

当然大家都知道，这类做法的投资赔钱不是巴老先生的错，最多只能说是咱们形而上学，没能做好“洋为中用”。其实，不论是价值投资还是概念投资，市场的大背景是决定市场投资思路变迁的根本。

大约在 1998 年的一年里，不少公司不仅名称、地址、联系电话全改了，公司的大股东也换了，经营活动更是重起炉灶另开张。于是，对投资者而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





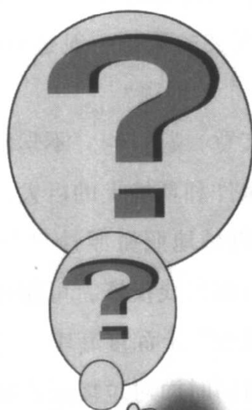
言，花钱投资的只是一个挂牌编号，至于编号所代表的企业却是随时可以变换的，是难以捉摸的，只要有庄家在里面兴风作浪，便是投对了。这与赌场里买大买小的游戏又有多少区别呢？所以，在这样的环境中，哪里有什么长线投资可言，即使是巴老先生“御驾亲征”，也只能是束手观望。要知道，巴菲特在美国股市大炒科技股的年头里，就没能勇立潮头，而是坚持喝他的“可口可乐”，读他的“华盛顿邮报”。所以说，是美国市场半个世纪的磨练造就了巴菲特，而我们的初级市场怎能不造就“管金生”和“吕梁”呢？中国的“巴菲特”或许还需要等上10年才能出世。

实际上，在我国市场的发展过程中，巴菲特只不过是一个投资时期的偶像。在他之前有长袖善舞的彼得·林奇，在他之后有专搞声东击西的乔治·

试 卷

请将如下股票原名称和更改后的名称画线连接：

申华实业	诚成文化
浙江凤凰	银泰股份
福建福联	华晨集团
南洋实业	北京天桥
上海强生	兆维科技
哈 医 药	神龙发展
广华化纤	交大南洋
浙江中汇	强生控股
邮通设备	哈药集团
长印股份	欧亚农业
宁波华联	航天中汇
国泰股份	上海邮通
……	……
……	……



猜猜看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯。这些超级大师们虽然在一些基本观念上有不少共同，但在操作思路上却是大相径庭的。试想，如果在政策市里效仿索罗斯，在慢牛市坚信彼得·林奇，在重组行情中追随巴菲特，哪有不赔钱的。股市里没有通用的功夫，只有需要灵活运用的招数。如果投资者的周期特性和市场的周期特性没匹配好，即使再高超的招数，也难有出色表现。

再者，这些投资大师不是因为有了我们的深沪股市才诞生的，只因国内媒体和书商把他们介绍了进来，并捧成了国内投资者的偶像，这才让咱们有了了解和效仿的机会。根据市场来塑造投资偶像，把他们捧红吹火，直到陷入误区，进而领导整个时期的投资思路，这大概是媒体和书商的"重要功能"之一吧。彼得·林奇成了历史，巴菲特也一度遭到市场的抛弃，索罗斯的辉煌更是已近黄昏，下一个偶像又该炒谁了呢？也许书商和媒体也在寻找答案，因为他们也要对大势有个预测才好赚钱噢。

总之，理念、概念和题材，乃至整个市场都是轮回的，因为股市里有这么几样东西可以来来回回地"炒"。

投资的真谛

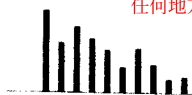
投资的真谛，就像一个赌博用的骰子，有六个不同的面，甚至更多。谁也不可能同时完全把握六个方面的内涵。只要对某一个面有些灵感，并在这个面出现的时候能够先知先觉地投入足够的本钱，您就会获得可观的收益。

从操作层面看，股市投资的真谛就是通过低买高卖获得超常收益，而实现低买高卖的本领来自于对证券价格的预测，研究股票未来的价格是此类投资操作的基本出发点。

从时间周期看，投资的真谛就是在合适的时候做些合适的事情。在一年之中对自己的研判充满信心的时候不多，判断准确的机会就更少。因此，大部分的时间观望、等待，不然，失误与成绩相互抵消，再白白耗损掉一大笔交易费用，哪还有机会赢利呢？

从股票本质看，投资的真谛就是率先发现价值，然后等待其他人赞同您

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的观点并付诸实施。而这种先知先觉，来自于辛勤的挖掘和理智的判断。

从概率内涵看，投资的真谛就是您把最糟糕的小概率事件躲过了，或者是把最幸运的小概率事件抓住了。并在赢利概率大于 50%[①]的情况下，有条件坚持不懈地进行概率事件的重复测试。

从心理意义看，投资的真谛就是克服人性自身的弱点和缺点。在知识和智力达到平均水平之上的情况下，能比别的投资者在更多的时候控制好自己心跳的速率，以及控制住自己的大脑不想入非非。

从市场角度看，投资的真谛就是能够不断地发现市场中的错误和问题，然后通过适当的市场手段和方式来纠正这些错误和解决这些问题，从而得到市场的奖赏。

倘若您不仅仅从字面上理解了这些投资的真谛，而且能结合自己的实践感悟出更多属于自己的真谛，那么您一定会在投资上取得成功的。

如何判断股票的合理价格

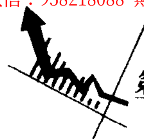


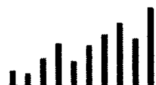
“有意义的废话”

对于投资者来说，在“高抛低吸”的四字要诀中最关键的就是对“高”和“低”的判断。甚至可以说，几乎大部分投资理论和实践的研究最终都将集中在股票的定价。所不同的是，大家在判断股价高低时所重视的因素和衡量的方法不同而已。下面先归纳一下几种大众化的定价方法，然后在此基础上介绍一种笔者认为比较接近实际操作的所谓理论。

① 不考虑交易成本的情况下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





首先需要明确一个概念，我们讨论的是股票的价格，而不是价值，因为投资实践是以价格成交的，而不是价值。

给股票定价，首先就会遇到一个问题，即股票价格到底是由哪些因素决定的呢？最简单而又正确的回答是：**“股票价格是由其价值在供需关系上的体现。”**尽管这个回答不是很具有操作意义，但指明了股票定价所研究的方向，这就是“股票价值的发现”和“供求关系的体现”两个方面，而实践中很多投资者往往只重视其中的一方面而忽视另一方面。

“俗话说，股市是一国经济的晴雨表，所以股市的价值应该是由经济决定的。经济又往往受到政治的很大影响，所以，股票的价值是由经济和政治决定的。……”这些可以称之为“有意义的废话”，因为这只是一个逻辑推理，而没有任何操作层面的指导意义，投资者依此找不到解决问题的真正答案。

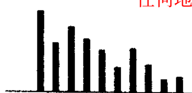
在讨论股票价值之前，需要再次强调的一个概念就是，股票价格与股票价值的区别。每个投资者对股票都有自己的价值判断，综合起来就会得到一个合理的价值水平，而价格在某时某刻只有一个，即成交价格。股票的价格并不时时刻刻恰好等于其价值，而是时时刻刻围绕着人们认为的某个价值变动，而价值本身也随着其决定因素的变化而不断变化着。在这个过程中，各种价值因素通过交易者行为和交易系统来产生市场供需，并不断在交易系统中按照成交量最大规则进行撮合，并产生即时价格。投资者对价值的判断差异，是交易量产生的基础，而交易以及交易制度共同成就了股票的市场价格，并牵引着价格向当前的价值方向移动。这里讨论的主要不是这个价格形成过程，而是影响这个过程的背后因素。

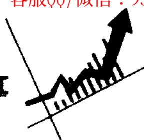
评说股票定价

为了有更好的比较，这里再先清点一下有关股票定价的理论和观点。

有效市场理论及其发展者认为，几乎所有的投资者都是适当的贝叶斯主义者（可以理解为精通古典概率的计算，并乐意以此作为决策依据的学究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





们），即便是个体会犯错误，但在整个市场上，大家所犯错误是可以相互抵消的，这就意味着价格由理性的交易者来主导和确定。另一些人认为，犯错误的投资者从长远看来会被赶出局，因为他们在同理智聪明的交易者交易中不断损失财富，而最终被市场抛弃，所以市场最终留下的是理性聪明人，市场也会因此逐渐趋向高度成熟和有效。这方面的研究告诉我们，如果有一个懂财务知识和概率的理性头脑，应该可以在股市中获得趋向平均的合理收益。

理论界的泰斗级人物曾说："价格充分地反映了所有的有用信息。"即只要市场是有效的，那么所有的投资者都认可的当前价格自然反映了所有市场参与者所拥有的信息。这种情况下，只有承担更大的风险，才能获得多一点的收益。由于现实市场中的信息不透明，这一理论的实际应用价值受到限制。价格往往并不反映所有信息，这也正是股市常常让投机者神经兴奋的原因。

有关股票资产价值方面的理论更为系统和经典。股票的背后是其所代表的一份企业资产，这份资产的价值对股票的价格起着相对根本性的作用。对于这份资产的价值，我们称之为股票的资产价值，这里不仅包括企业的有形资产还必须考虑企业的无形资产和非账面价值。

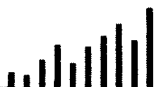
资产价值的确定主要是公司财务和会计学研究的领域，现金流折现法是最经典的内容。不过，股票在市场中的定价，不是完全等于该股所代表的企业资产的现金流的折现，而是投资者认为该股票总体能够实现的现金流回报折现，而这个预期现金流是市场的预期，折现利率[①]也是投资者的平均估算。换句话说，就是这些定价模型的参数对定价者的主观依赖性很高，不同的投资者，评判出来的结果可能有很大差异，正所谓"情人眼里出西施"。

即便股票资产价值可以精确地计算出来，但是由于所有投资者不是同时认同的，所以股票价格就不会等于每个投资者认定的股票资产价值的加权平均。股票资产价值与股票价格之间的关系是很微妙的。不同的时候，不同的市场，不同的公司，资产价值与股票价格之间的关联度有很大差异。有些股票价格就可以长期低于公认的资产价值，而有些又长期高高在上。导致这种

① 对于一个市场而言，折现利率大体等于无风险贷款利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





差异的“罪魁”就是供求关系。所以在股票定价方面，既要考虑研究股票的内在价值，还必须观察和分析其市场中的供求关系。而影响供求关系的因素很多，例如市场的资金松紧、经济环境、消费信心、交易税费等等。

股票的资产价值评估

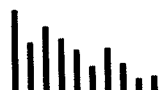
在年度的开头或结尾时，很多媒体都会排出股票的年度涨跌排行榜。有一次(大约在2000年)，在排行榜之外的一行小字注解格外引起了笔者的思考，内容大约是“排名表中已对股票送配进行处理，派息因素因数额过小忽略不计”。的确，相对10来元的股价，每股几分钱的红利的确少了点儿，不会影响排名次序，但对投资者和上市公司来讲，这小小的现金红利真就可以忽略了吗?

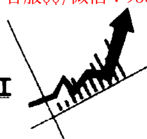
在成熟的股市里，上市公司的现金分红(也就是常说的派息)被视为投资者最重要的决策指标之一，与市盈率相比，市价与现金红利的比值更为大多数投资人所重视。同时现金红利也是“稳固基础”投资理论(或称磐石理论)的定价基础，在这一理论的信奉者眼中，股价的理论价值就是公司未来现金红利的折现累计，如果公司永不分配现金红利，那么即使该公司有再高的成长性，其真实的投资价值也值得谨慎推敲。

人们投身股市，如果说不图回报，甘做奉献，那么肯定不如去捐献来得痛快。所以说，“回报”无疑是人们投资股市的根本目的之一。“高抛低吸”自然可能有所收获，但这是与风险共存的投机获利。投资者是以企业为投资对象的，企业的真实回报才是支撑投资者信心的基础，也是整个市场的价值基石。从投资意义讲，现金回报水平的高低是股市高低的根本指标。试想，如果股市的现金回报率达到、甚至超过了同期银行储蓄利率的话，又何愁银行储蓄资金不入股市呢?

现金回报，不仅是投资者需要注重的根本，也是上市公司中那些被称之为股东利益代表者们所不应忽视的根本。就上市公司而言，尽管没有一家是社会福利企业，但不少公司在经营管理中却大把潇洒、大把投资，完全没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





把股东利益放到应有的位置上，甚至完全忘掉了回报股东是企业存在的基本要务之一。在这类企业充斥的市场中，也就难怪股东们纷纷放弃配股、抛弃投资理念，而改当“见利忘义”的投机者了。

作为股市的投资者，如果没有现金回报可以期待，那么除了高抛低吸，希望又何在呢？市场要成熟，投资者要理性，因而对投资者的真实回报是一个绝不可忽略的根本，也是评估企业股票价值的重要基石。公司业绩再好，没有现金收入，一切就有可能是空中楼阁。有一次，一位友人对笔者说，蓝田股份(600709)的野藕汁好像不错，可是超市里没见过卖啊？并问笔者是否品尝过。事后不久，蓝田造假事件东窗事发，因此而出了名的刘女士直指的一个要害方面，就是早看出了公司根本没有正的现金流入，并提醒银行不要再向该公司放贷。

说了很多关于通过现金流评判股票资产价值的问题，需要注意的是，这种方法有一个前提，就是公司将在可预计的相当长的时间里能够正常经营。倘若没有这个保证，股票的资产就不能通过折现的方法来估算了。这个时候，股票的账面价值可能也只是一种参考，而倘若公司倒闭清算，那么股票的清算价值可能更低，甚至一文不值。所以股票资产价值的底线应该是零，而不是每股净资产值。对股票资产价值的评估，还有很多方法，对于价值的底线有一个大体的范围和层次可以确定：

- 股票资产价值的最小值可能是 0；
- 其次是公司清算后留下的残值(通常不会比 0 大多少)；
- 公司现金红利的折现值；
- 再好些就是公司的账面净资产值(前提是公司账面水分不是很大)；
- 公司现金净流收入的净现值；
- 以市场同行业平均市盈率推算的价值。

这些不同的价值通常是不同人算给不同人看的，有的是给银行讲解时用的，有的是给战略投资者讲故事用的，有的则是吸引风险投资者用的。以往大多数投资书籍中，所探讨的价值评估，基本上都是对股票资产价值的测定，因此，这里不再累述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动产生价值

波动产生价值，这个提法不多见。如果从没听说过，那么先来看看下面这个问题。

有两只股票A、B，A的预期年收益率为10%，价格的年波动幅度最大为1%，基本像国债品种；B的预期收益率为8%，但价格每年平均有±8%的波动幅度(价格的标准差)，或者说其收益率基本在0%－16%的范围内波动。哪个股票对您更有吸引力呢?

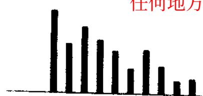
传统测量风险和收益的方法告诉我们，B的风险大，A的收益高，里外都应该选择A而不是B。但也有投资者会选择B，至少笔者算一个。原因很简单，只要上述条件真实，资金又不是随时可能要还，熬一年下来操作得当就很可能会得到16%的收益啊！这不是一种诱惑吗?

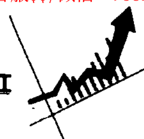
这个例子说明一个问题：**股票的波动对于某些投资者而言是有价值的，而并不仅仅意味着风险。**

按照经典的股票定价理论，收益率的方差是度量风险的指标，于是推导出股价的波动会产生风险。这些理论没有把投资者的主观能动性考虑到研究的范围内，而是完全被动地接受市场和股价波动所产生的风险。**事实上，人才是股市投资的真正主体，不论是投资者、上市公司老板、还是监管者，这些人的行为是真正决定股票定价的因素。**

例如，经典定价理论中，准确估计方差是定价计算结果是否准确的关键，但不可否认的是，股票的庄家可以操纵股价，对于庄家来说，股票的一时定价是没有意义的，而炒作的成功概率和炒作效率是其关心的问题。为了获得差价，庄家经常需要制造波动，有时靠资金、有时靠消息，然后在波动中产生利润。所以说，可控性下的波动在现实市场中是可以产生利润的，因此，这类波动也是有价值的。在深沪股市成立的头几年中，小盘股的定价普遍高于大盘股，这个现象背后的一个重要原因就在于庄家的实力有限，而小盘股是便于控制和炒作的筹码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





类似，公司的资产价值虽然可以相对准确的评估，但是企业管理层的价值又如何评估呢？试想，如果2000年时比尔·盖茨离开微软，微软的股价所产生的波动该如何从资产价值测量的角度来解释呢？还有，证券监管者的变动会对市场监管和交易制度产生影响，倘若某位提倡开放做空机制的官员接任我国证监会主席，市场价格由此产生的大幅波动也不是以往理论能够完美解释的。以往深沪股市监管一松，股价就上扬，原因何在呢？因为，波动价值可实现的概率增加了，所以才导致股票总体价格上升。相反，监管一严，波动价值可实现的部分降低，股票价格就下降了。

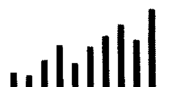
股票的波动价值，是广大投资者对股价波动所产生的收益率的一种定价估计。举个形象些的例子就可以比较容易理解：一只股票在未来一年内预计(100%概率)可以上下波动2元，那么您现在愿意花多少钱购买呢？如果市场平均收益率在10%左右的话，该股定价大约在20元左右，因为，投资者20元买入后，可以基本准确地预计在22元卖出，这同样可以获得10%的年收益，达到了市场平均水平。如果，由于监管严格、庄家参与的少了，股票波动实现的概率只有50%了，那么该股的定价可能只有10元了，因为10元买入到12元卖出，获得20%的收益，再乘以实现概率50%，正好等于市场的平均收益率。

当然，这个例子是个简单假设，其中所有的参数，几乎都是市场投资者根据以往经验的主观估计。例如，实现的概率50%、波动的大小2元等等。这些参数的估计在现实中是很难做到准确的，但又是现实存在的。幸好，多数人的思维方式是通过历史来推测的，所以在波动价值的测算方面，也是有理由采用历史数据来推断的，当然误差也就难免了。

尽管，上述对于波动价值的讨论中反复强调人的主观作用，但是在实际定价方法中对人主观因素的量化测定几乎无法实现，因此在很多情况下，仍然要依据某种理性人(或者说是利益最大化)的行为假设。从定价均衡角度讲，资金在不同市场中的收益应该是均衡的，在不同股票之间的收益率也基本是均衡的。所以业绩差的股票其资产定价部分就偏低，波动性小的股票，其波动价值部分就小。试想一个庄家，如果在计划炒作前所预期收益率(在考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





虑风险和成功概率的情况下)还不如投资国债，那又何必坐庄呢?

其实，理论界对于类似波动价值的研究也有不少，一部分是不考虑人的主观因素的，一部分是从心理和行为角度来研究波动价值的。其中，很有参考意义的一个是期权定价理论，下面我们就从期权定价的角度再来看看如何进行股票定价，以及如何看待波动价值。可能有些过于理论化，对于有些不喜欢波动的投资者而言，可以跳到下一节。

波动价值的计算

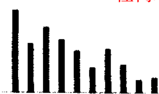
关于期权定价，我们已经在第二篇中有所探讨。当时还留下一个例子及问题。

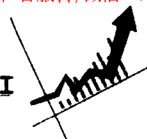
例如，某股票当前 10 元，1 年内的波动幅度仍预计为 8 - 12 元左右，我们按照当前价格借钱买入，然后等待股价高出 11 元后就抛出了结(理解为行权价格 11 元)，这种情况下计算出来的期权价格为 0.6 元。此后这只股票只要达到 10.6 元就抛出，这时，我们可以理解为，股票的波动可以为我们带来 0.6 元的可预期收益。这实际上不就成了股票波动价值的一种体现吗?

依据期权定价的原理，我们是否可以将股票投资转化为某种期权投资呢? 例如，上述 10 元股票买入前，可以设定止损价位为 9 元。一旦出现 9 元马上止损，这样相当于每股只支付 1 元的期权费用，其他 9 元为通过市场利率的借贷或透支，这时 1 元的亏损可以理解为是期权的放弃。这种行为也可以理解为，事先拿出 1 元的期权费，购买了当前价为 9 元的该股的期权，行权价格为 10 元，按照期权定价公式，计算出期权价格为 0.4 元。换句话说，如果以 9.4 元以上的价格买入，那么就不太容易从股票的波动中赚到钱了。如果以此定价，该股票的波动特性所能支撑的理论价格也就在 9.4 元附近。

太妙了! 这样不就可以计算所有股票的合理买入价位和未来的可能收益了吗? 遗憾的是答案是否定的。其一，上述理解中关于止损的处理和期权是不同的，如果止损，就没有机会在将来某个时候行使期权了。其二，股票的基本面是变量，如果公司业绩下滑严重，那么股价很可能沿着下降通道实现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





20%的波动，而不是水平波动。因此，这种方法得到的波动价值的精确度时常很差。例如，上述例子中，我们把当前价格看成7元，3元为期权价格，那么计算得到的期权价格只有0.2元左右，似乎在说3元的期权价格太高了。很明显，这种假设下，止损的概率小了很多，但由于无法确定股票波动的中心线到底应该在怎样的位置，所以计算结果的实际意义仍不是很大。不过根据上面的逻辑可以发现，止损限制设得越严格，其与期权的差距就越大，波动价值计算的结果就越没有依据。

尽管上述探讨没有最终结论，但有一点是有意义的：如果您是有实力的市场机构，当面对某个股票价格P时，如果预测在该股上炒作而产生的波动并实现的收益率x%，在考虑成功概率a%和借贷成本后c，仍显著大于市场乃至整个社会投资的平均收益率f%时，您可以进行对该股的投资，并通过制造股价的大幅波动而从中赢利。条件式表达为：

$$(P\times x\% - c)\times a\% > f\%$$

其中，c包括借贷等各种炒作所需要的费用，并均摊到每股价格上。

例如，当市场下跌到某个点位后，如果市场中大部分投资者认为，这个点位反弹后可以实现的赢利水平是让人满意的，那么他们就会行动，从而导致了底部的产生。而这个过程中，投资者介入数量从量变到质变的过程就是形成了底部的反转。更通俗些讲，就是当多数资金认为在当前点位可以做一轮行情，并确信收益率相当令人满意时，行情就可能来了。这时所形成的底部价格很可能与资产价值相距甚远。

此外，还有一些问题值得思考，就是股票波动周期对波动价值的影响。例如，股票A、B都在10元钱附近波动，而且波动范围都在8－12元，幅度也基本相似。但是A股每月都至少有一个幅度达到20%的涨跌来回，而B在1年内通常只有一个涨跌回合。这两只股票的波动价值是相同的吗？显然是有区别的。又例如，两只股票的换手率和成交量的大小，也会对坐庄机构产生不同的影响。

综合上述问题可以得到一些结论：**股票波动的可控性和可预测性，使得股票波动变得有价值，这种价值可以通过投资者的主观行为在一定概率条件**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下来实现。这时，股票的价格就可能由可预测的股票波动特性来决定。所以波动产生的价值也可作为理性泡沫现象存在的一种解释。

信心无价

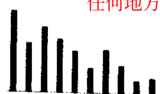
投资者对未来的信心是有价值的，至少可以对价格产生支撑作用，这一点已无须质疑。为了更好地理解这个问题，不妨先看看深沪股市里的一桩趣事。

在上市公司 1998 年的中期报告刚刚披露完成，有两家公司因连年亏损，实际每股净资产值已经均低于 -1 元钱(请务必注意负号)。也就是说，公司股票所代表的股东资产早已荡然无存，取而代之的是每股 1 元多钱的债务。尽管从法律上股东们不必再掏钱还这笔债，但他们所拥有的恐怕只有一丝希望，或许整个公司都是靠着这一丝希望支撑的。不知在股市之外是否有这样的企业存在，但在深沪股市里，却的的确确曾经有这样两家公司。他们的股票当时都在交易所里堂而皇之地挂牌交易，交易的价格居然还在 4 元和 7 元左右。

新兴的市场，新鲜事就是多。当初发明股市的祖先们恐怕做梦都没想到过，股市在用来交易股权的同时还可以用来交易债务。这就好像，您欠甲先生 1 元钱，这份债务竟然可以在股市中以 7 元的价格转让给乙先生。对于稍有财务概念的旁观者来讲，这是多么让人惊诧的事，可股民们却似乎有些熟视无睹。回顾当时的市场情况，就会发现，当时的股市重组题材盛行，亏损公司常常就像魔术师手中的神帕，说不清怎么抖一下子，就可能变出一只金凤凰。于是乎，股民们发达的思维便习惯于由亏损联想到重组，再由重组联想到业绩的大幅增长，紧接着便推导出股价的飙升和发财美梦的实现。这种思维定式经过市场一次次强化训练，最终在某些人的大脑里形成了条件反射，于是也就有了花钱买债务的新鲜事。

由此看来，出钱者购买的是一个发财的美梦，因而也就不再关心股票本身所代表的含义了。股市本身充满了神奇和变幻，使得深陷其中的人们常常容易忘却真实的自我，进入一种梦幻般的世界。或许正是股市的这一特性，使得某些人把股市当作了一个美梦交易市场，而且美梦还根据可实现的程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





度，即投资者的信心被标注了价格进行交易。或许，有人认为当时的深沪股市还十分稚嫩，所以还有许多经不起美梦诱惑的畸形投资者，随着市场的逐步规范和完善，花钱买债的现象就会消失的。可是，美国上百年的股市，在网络泡沫的时代里，不是照样有“市梦率”的定价方式吗？花钱买“梦”，表面看来有些荒诞，但实际上，正是一种投资者对股票未来拥有信心的一种价值表现。对于这种价值，不应该效仿学者们的做法，将其统统冠上泡沫的头衔置之不理，作为投资者应该研究对信心价值的判断与分析，并从中寻找更多的机会。

至此，我们已经讨论了股票的三种价值，但这三种价值是如何相互作用并最终确定价格的呢？没有做空机制的市场中，股票最终市场定价的基本原理是“最大选择原理”，即股票的价格可能是由多种因素确定的，尽管每种因素所能够支撑的股价不同，但最终股票市场价格的确定是选择其中最高的那个。搞个公式可表示如下：

$$P = MAX(p1, p2, p3, \cdots\cdots) + e$$

公式中，P 代表股票的最终市场价格，e 代表其他影响力很小的未知偶然因素。我们假设，p1 代表股票的资产价值，p2 代表股票的波动价值，p3 则代表股票的信心价值，“……”代表其他可能未知的价值(目前未知，以后的讨论中略去)。这个公式说明，股票的价格是由资产价值、波动价值和信心价值中的最大者决定，此外加上一个不大的未知因素。可以想象，某股票市场公认的资产价值为 10 元，认为其波动价值在 15 元，而当时的信心价值在 20 元，那么此时的市场真实股价应当在 20 元附近，或正在向 20 元靠拢，这是单边市场的基本特征。上述三种价值中，前两种价值已经都有较多探讨，这里就来多聊聊第三种价值，即股票的信心价值。

除了上述花钱买债的市场例证外，更常见的例子就是彩票。彩票没有资产价值(甚至加权之后应该为负的)，也没有波动价值，即彩票的价格无法炒作。大部分买彩票的人知道彩票投资的期望值是小于零的，即包销全部彩票必然赔钱，但为什么还有人愿意花两元钱来买呢？因为两元钱的付出可以购得一个希望。人们对 500 万中奖的期望和信心，成就了彩票的信心价值。换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句话讲，只要社会还存在发彩票的环境(而没有转化为募捐)，股票市场也就存在信心价值。

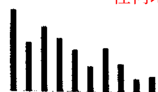
参与过股市投资的人都知道，信心对于股市行情的影响是事关重要的，市场信心足，则股价可以维持在高位，反之可能不断创出新低。但问题是如何度量这个信心价值呢?

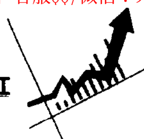
总结现实市场的种种现象可以发现，投资者的信心是受很多因素影响的，但不同股票间的差异，来自于股票自身的基本面以及在此基础上产生的题材。这种题材也称概念，通常对定价有很长远的影响，例如，某股票被列入 180 指数样本股或者 50 指数等，这一概念性的事件对企业的现金流没有任何影响，资产价值也不应有任何变化，但股价通常就涨了，为什么呢?因为，这一事件增加了股票的信心价值。人们会认为这个事件增加了该股票的炒作题材，甚至相信会有指数基金的投资介入，并由此可能会吸引更多的资金，因此定位就应比入选样本股之前高出一点，而所有这些仅仅是相信会如此。又比如，某某公司计划向高科技领域进军了(尚无任何实质性进展)，这类消息，有时也会被市场机构挖掘出来炒作一番，因为在市场比较亢奋时，这种消息可以让投资者对公司未来的业绩有所期望。

信心价值的确定很少有人能给个明白的说法，更难以量化。因为这个价值的决定因素中大部分为人的主观因素，例如，主观的预期收益率、消息和事件的主观可信度，市场的整体理性和智商，当市场智商很低或很不成熟时，往往会轻易高估某个概念的预期收益率和可信度，导致信心价值的大幅度高估。事实上，所谓的信心价值中，常常会包含投资者的某些博傻成分。因此，市场对某种观念所可能产生的羊群效应及产生价格波动的大小，都是观察信心价值的一些线索。

投资者在心理上是如何给信心价值进行评估的呢?通常的方式是在过去某种公认的定价模型的基础上，调整某些参数、夸大某些参数或忽略某些参数，然后重新计算得到新的定价。例如，市场目前公认 20 倍市盈率法则，那么定价一个新概念的股票就会因调整其未来预期的每股收益而调整股价。比如现在只有 0.2 元每股，那么该股理论定价在 4 元左右，可在充满信心的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资者眼里，该股明年的每股收益将是 1 元，后年还将可能是 2 元。也就是说，明年业绩出来的时候，股价应该在 20 元，后年大约在 40 元。如果利率为 10% 的话，那么以明年预期价的折现价应该是 20/ 1.1 = 18.18 元，而以后年预期价的折现价应该是 40/ 1.21 = 33.06 元，那么现在的 4 元股价可不是被大大低估了？！由此也可见，信心价值并非一定没有理性基础，如果从方法论上看，可与投资银行专家们的技巧媲美，只是理性的方法套用了非现实的参数上面。当然，这只是一个例子，不同的投资者会选择不同的方法，但问题都出在对未来的过于乐观的估计和对“动人故事”的过度信任上。

总之，信心价值来自于投资者对未来的信心，整个市场信心膨胀会让所有的股票被整体高估，个股的题材会让关注该股的投资者中的乐观者信心膨胀。所以在评估信心价值方面有以下几个指标可以参考：

第一是题材对信心的持久性。例如沪市的“三无概念股”[①]，由于没有全流通压力，而且存在市场并购的可能，这种长期题材，使得股票的价格长期高于同类其他个股。

第二是题材对信心的冲击力。例如原本摘牌的投资品种突然说暂时不摘牌了，这种题材的短期冲击力是非常可观的，因为这种摘牌的延期给投资者充分的遐想。1995 年底，当时深圳市场上的权证曾上演过这么一幕，为数不多的几只权证中，价格在几天内涨 200% 都不算什么。

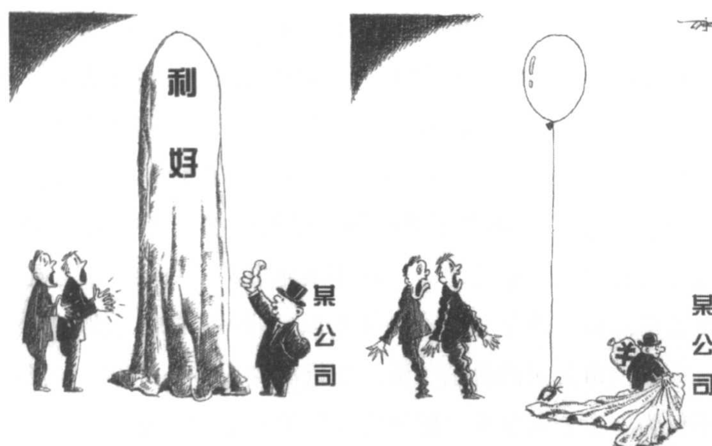
第三是现实案例对信心的支撑。例如，股票 A 被外资参股重组消息出台后涨了 200%，而不久后的股票 B 也有了相同的题材，股价又会如何呢？几乎所有的投资者都会不约而同地拿股票 A 来做参考坐标。尽管这些题材可能都是纸上谈兵。

第四是市场环境有一定放大作用。市场的总体环境会对个股的价值判断产生放大器的效果。牛市里，个股利好会被高估，熊市里的个股利空也会被放大。因此，在对个股信心价值进行评估时，需要考虑市场的总体信心是否处于过度膨胀的状态。

---

① 指没有国家股、法人股和大量未上市内部职工股的个股，这类股票相对其他股票而言没有未来的全流通压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



魔 术

信心价值哪里来

了解了信心价值的表现及其特性，有人不免会问，信心价值从何而来呢？下面就总结一下常见的几个来源，说俗些就是能够刺激投资者兴奋神经的题材。

首先，并购是永恒的题材。放眼世界，您会发现，在世界经济结构的频繁调整中，并购之风总是越演越烈，大中企业、大财团之间的收购事件屡屡发生，有的涉及资金高达上千亿美元。随着国内改革开放的逐步深入，国有大中型企业的重组和改造也始终是经济改革的重要环节。从远看，A、B 股市场的合并，外资的直接进入是中国股市长期发展的必然。从近看，外国金融投资机构在境内的业务已在逐步拓宽，为解决国有股、法人股流通问题，转让给外资的试探性尝试已有先例，以及民营资本对上市公司的垂涎等等，所有这些大气候和小环境都将长期为并购题材的发掘提供适宜的土壤。从股市形成的机理看，并购题材也注定了是一个经久不衰的热点。按股权转让的程度，这一题材可分为三类，第一类是兼并收购；第二类是控股参股；第三类是合资合作。

自从国门打开，外资引入，外资并购已成为这一题材中最有生命力的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支。早在1995年8月，日本财团“五十铃”和“伊藤忠”分别参股北京北旅（编号为600855，后来改名）15%和10%。北旅的股价也随之表演了一次三级跳，仅4天就由4元跃到了12元之上（当时没有涨跌停板制度）。几乎是同时，美国福特持股赣江铃，“赣江铃A”（000550）的价位也就从2元多蹿上了7元。这两个例子充分体现了并购题材能够给投资者带来巨大的想象空间，市场爆发力也很强。据统计，1997年实施资产重组的上市公司有200多家，占上市公司总数的四分之一，1998年以后的一年之内达到了近400家。在重组后，一些上市公司的股东、资产质量都变了，经营思路和投资理念也变了，这不仅为上市公司带来“脱胎换骨”的变化，也为股票市场发展注入了新活力和想象空间。

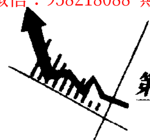
由于信息披露尚欠规范，这类题材的启动常常是突发的，而炒作的过程又被投机和博傻行为所充斥，因而并购概念具有大机会的同时蕴含着更高的风险。并购题材的发掘具有很大的随机性。但究竟哪些行业中的哪些个股能燃起并购的烽烟，则需要对市场研究付出很多心血。

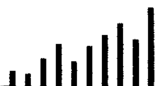
其次，业绩预期是梦幻的基石。尽管并购是股市中永恒的题材，但投资者对并购题材表现出兴趣盎然的前提则在于并购之后的业绩能如期向好。否则一个烂公司来并购一个优秀公司，后者的股票也不会受到市场的追捧。但颇为滑稽的是，投资者对已经取得的业绩往往不是很感兴趣，相反，对一些朦胧的利好常常充满信心。所以说，业绩预期是提升股票信心价值的基石，而不是已经成为过去的现实业绩，全世界的股市都这个样子。

人类在认识世界规律的过程中已经习惯于使用外推式的逻辑，长期的实践经验逐渐变成了人类行为的本能。这个认知习惯在绝大多数情况下是正确而高效的，但在股市里却成了被人利用的工具。所以，主动性的投资者需要学会利用别人的这种本能，而被动性的投资者则需要克服这种本能，避免被他人所利用。

需要注意的是，业绩和投资收益之间并不存在必然联系。业绩很好的股票，有时就是不涨，而业绩很糟糕的股票就是蹭蹭地往上蹿。一方面，很多这类情况是业绩公布之后的修正性表现，另一方面，投资收益最终需要通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





股价上涨和现金分红最终实现，如果股价就是不涨，公司也硬是不分红，业绩预期的价值就大打折扣了。

第三，新投资品种面世给人很多遐想，也会带来新的市场机会。大多数投资人对不熟悉的新投资品种给予厚爱，因此新投资品种的上市常常能给市场带来信心。例如新股的登场常常被用来作为大盘转折的引子，市场主力通过控制新股的走势，调动人气，获得事半功倍的效果。当然并非每只新股给投资者带来的都是惊喜。也曾有过上市首日即跌破发行价的情况，认购者全线被困，无一幸免。从市场看，弃旧迎新的做法为多数人采纳，因而一旦行情启动，新股中涌现黑马的几率最高，总体活跃性优于老股。曾几何时，"新股不败"成为一个股市不灭的神话，但它最终是要破灭的，因为这种所谓的神话是人为控制发行节奏的结果，真正的市场是只讲规律不讲神话的。

另外，新投资品种也往往孕育着巨大的信心价值可以挖掘。例如 1998 年证券投资基金和转债这两个新投资品种登台亮相，给当时色彩单调的市场增添了一丝亮色。特别是几家新基金上市后不久，交易价格都较发行价有至少 50% 的升幅，这样的涨幅对于现在的基金投资者而言，已经是"往事只能如烟"了。同样，1998 年 8 月发行的南化转债中签率只有 0.13%，约 99.9% 的人只是闻到了螃蟹味，没机会尝鲜。对于当时的股民来讲，转债是一种全新的投资品种，仅学习理论还不够，还需结合实际，研究中国特色比照搬照抄书本理论更重要。就拿南化转债来讲，股票还未见影子，转债却捷足先登，这是教科书上没有的。同时，南化转债有很强的转股条款，即只要南化股票发行上市，转债都必须转股。为了保证转债投资者的信心，这其中的机会不言而喻。股市是个常变常新的地方，各种融资创新和金融衍生品的试点都会带来新的机会。想在市场中捕鱼捉蟹的勇士们，必须勤学苦练并敢于"尝鲜"。

此外，投资环境和市场氛围也会对投资者信心产生很大影响。人是群体性动物，人的信心、理念和判断力等，都会或多或少地受到周围环境和其他人的影响。当周围人们都相信地狱发现了石油，并冲向地狱的时候，您即使作为谣言的编造者，就定能丝毫不动摇吗？因此，当炒作的题材与市场环境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较好地融合后，就能够对环境中的人群产生很大的刺激作用。例如在2000年，网络技术出现飞跃式发展，全球都掀起了网络热潮，商业网站如雨后春笋般冒出来，在这样一个大环境下，对股市网络概念股的炒作，自然会有事半功倍的效果。当时，很多投资者已经开始否定所有的投资评价指标，甚至有人提出了荒诞的“市梦率”指标。当然，结果是网络泡沫的破灭和无数的投资者被深套其中。

回避这类信心膨胀的办法并不是没有，除了修炼一定的心理素质外，还可以借助一些股市之外的朋友和环境来给自己提供一个相对静止的参考点。俗话说，“跳出三界外，不在五行中”，当投资者离开股市，把眼界放远一些时，就比较容易客观地评价股市的热度了。但更现实的问题是，面对市场的狂热是否应该放弃这里蕴藏的机会呢？倘若能够测度这种信心价值可能达到的合理高度，并在市场接近或明显高出这个合理高度时离场，岂不更好？这是实践中的真正难点。

给自己打造一双慧眼

我们对股票定价说了不少，这里做个最后总结，把三种价值做一比较。

首先，股票的资产价值是指股票所代表的被投资对象(企业)的资产价值。股票资产价值的定价方法已经得到较为广泛的认同，因此只要有令人信服的参数选择，常规方法上推算出的资产价值一般可以得到市场共鸣。

其次，股票波动价值是指股票持有人主动地利用股票的波动性，从概率意义上能够实现的套利机会所代表的价值。市场平均交易水平能从波动中获得收益的大小，决定着股票波动价值的高低。各种市场因素对股票投机有利，波动价值上升，反之则下降。

第三，股票的信心价值是投资者的预期心理所能够接受的相对合理价值。市场的平均理性程度和市场的整体环境决定信心价值。信心价值的大小，还与市场信息的传播效率和对未来的预测能力相关。

更加精简一些地说，**资产价值是对股权的理性投资定价，波动价值是对**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场波动的理性投机定价，而信心价值是投资者之间的博弈定价。而关于投资、投机和赌博的概念区别将在下一篇做详细的探讨。

那么股票的市场定价最终是如何确定出来的呢？我们还是用一个简化的模拟例子来说明。

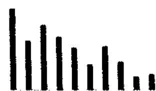
假设市场中存在一只股票A从20元高位回落，甲、乙、丙三个投资者都关注此股票。甲采用资产价值定价，他认为股票A为价值型股票，每股收益0.5元，10倍市盈率，股价为5元，资产增值的速度比银行存款现有的8%收益率略好。而乙认为，股票A到过20元，最低到过4元，庄家的波动会制造赢利的机会，他认为在5元基础上加一元，相当于购买一个未来的看涨期权，6元买入后，哪怕只涨到最高点的一半10元，也有66%的收益，只是这种可能性只有40%。丙则认为，当初涨到20元不是没有道理的，只是现在因市场资金紧张而已，一旦资金来了，原有的题材还可以再炒作，股价也可能重新回到20元，但这需要等待，更需要有人相信新题材会让该股涨过20元，所以愿意出10元钱购买。那么股票A最终会跌到几元呢？显然是10元附近。因为到了10元附近就得到丙类投资者的支撑，如果数量不够就会逐步跌到6元附近，这时乙类投资者介入，同时抛售的人会逐步减少。如果在6元附近达到多空平衡，并有市场环境转好，那么甲类投资者就可能没有机会买到该股了。

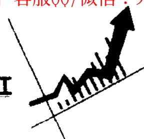
从上述模拟的例子中可以看到，在限制做空的市场中，股票的定价先是由信心价值者确定的，当信心价值的支撑丧失后，才轮到波动价值者说话的份，而偶然因素导致股价波动并逼近资产价值时，资产价值者才有机会进行投资。但整个过程中，资产价值和波动价值的计算参数也是会变化的，这会导致资产价值和波动价值的重新估算。而且，市场中的投资者也不是单纯相信一种理念的，所以会有各色各样理念的投资者在不同的价位买入或卖出。

可以想象，如果没有波动价值和信心价值，股价只会停留在资产价值附近，等待基本面改变资产价值后重新评估。但有了波动价值者，愿意为随机的股价波动买单，所以提升了股价。

就三种价值而言，一个比一个更接近主观，一个比一个更难以预测。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





牛市来临的时候，资产价值者纷纷失去股票，股价涨了再涨，市场中人们的价值判断标准也逐步移向信心价值，直到没有后续的信心来支撑，就到达了顶端。而熊市中，信心丧失，资金抽离，波动减弱，于是股价逐步向下寻找支撑，当达到资产价值者的判断标准时，市场就没有抛售的动力了。

市场中，对于每只股票的情况是不同的，而且是多变的，上述的股票定价模型也并非什么经典和标准，而且投资者也常常不是只信奉一种标准、一个模型的。因此，这些价值判断相互影响和相互作用，从而最终决定市场的供求惯性，并得到每时每刻的价位。

投资操作要数 1、2、3



股市投资，有了丰富的知识、有了前沿的理念、有了良好心理素质，还不够！因为成功的要素还取决于操作的过程。说到操作，就需要培养一个良好的投资习惯，建立一个相对科学的作业流程。这是让您的投资水平能够得到最大程度发挥的重要保障。职业投资者和业余投资者是存在显著差异的，规范运作的基金和老鼠仓不断的券商之间也迥然不同，造成综合差距的一个重要原因，就是是否有科学和严格的流程管理。这就像部队行军，如果没有1、2、3 的口令，要不了多久，一个团队的步伐就会混乱起来。

投资就像打仗一样，战前需要有周密的作战部署，投资又像生产产品，企业必须协调产品各个环节，包括设计、实验、制造、营销等一系列增值过程。对于基金管理而言，投资流程管理中的每个环节可能由不同的人来实施，但对于个人投资者而言，整个投资生产线通常一个人全包，这种情况下，由于有了更大的随意性，所以更容易出现流程上的混乱和差错，并导致最后的投资失败。如果您认为靠拍脑瓜做事也可以成功的话，先看看改革进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程中的国企就知道结局了。

有的投资者非常不拘小节，例如有时在买了股票后才想起来去查相关资料分析，这显然就是十分错误的程序。在投资的实际操作中，有一个相对标准化的操作程序，并有意识地控制自己的投资行为、管理好资金的分配，是非常有帮助的，尽管短期可能不是很见成效，但想要在股市里长期生存下去，这是立足之本，因为它有助于克制个人的盲目和冲动，并避免由此带来的“灭顶之灾”。

概率之外的问题

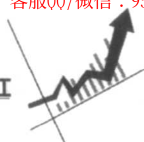
在前面的理论分析中，大家已经了解到，概率知识对投资的重要性。但是，在实际运作中还需要注意概率中可能不大注意到的一些问题。这些问题虽然在理论上可能没有什么特别，但在实际操作中不能不特别小心。

为了更容易理解，下面先举个简化的例子：甲乙两人在决策的准确性上完全相同，都是50%的正确概率。他们各有4个筹码，同时进行8次掷硬币决策。按照概率意义上讲，只要硬币的分布相同，他们两个的命运是一样的。我们不妨进一步假设：8次决策中，甲前4次对了，后4次错了，而乙则是前4次错了，后4次对了。假设他们每次下注一个筹码，甲因为先对后错，先赢了4个筹码，后又输回去了，结果是不赚不赔，而乙因先输4个筹码后，而没有筹码参加第5次下注了！从这个例子，我们可以发现现实决策中一个最致命的问题，就是筹码的有限性，或者说是博弈的有条件性。甲乙两个人，能力相同，遭遇的市场机遇也完全相同，但结局是一个持平，一个出局。这种差别的背后并不仅仅是运气的问题。每个投资者的筹码都是有限的，而概率的统计意义则是在无限次重复时才整体上趋向某些特性和参数。所以，把自己筹码的限制性考虑到决策规划中是非常重要的。这或许就是资金管理的重要性所在。

从这个问题引申开来，我们还发现一个投资上的安全性原则，这就是，在一系列投资操作中，应当先做最有把握的投资决策，然后再进行相对风险

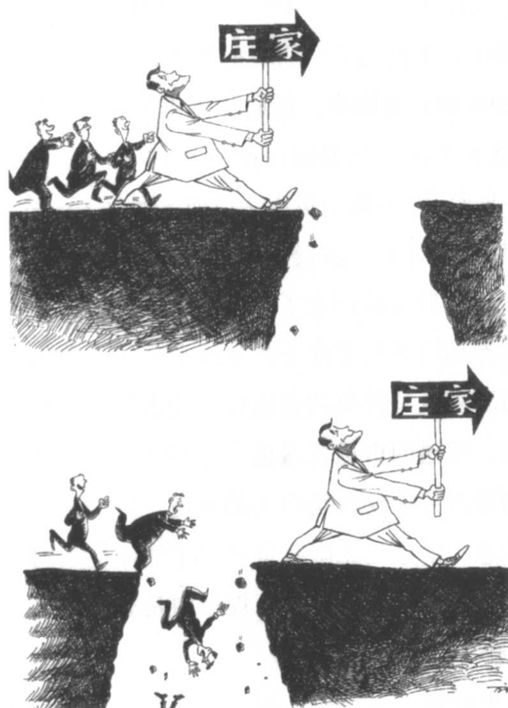
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





性较高的决策，最后再进行冒险！这种时间序列的安排会让投资者有较大的概率成为最终的成功者。否则，很可能会因为第一次的冒险失败就丧失了后续取得成功的机会。所以，如果想避免彻底失败，最好先进行低风险的投资，获得充裕的筹码后，再尝试少量高风险投资。比如，1 年期限的代客理财，比较安全的策略是，前半年采用稳健的策略，先获得一定的盈利，然后再拿出盈利部分的资金(或略有增加)在下半年进行高风险博弈，这样操作的风险会比反过来操作要小很多。当然，这种原则的掌握也需要考虑环境的影响，如果偏偏是上半年有冒险机会，而下半年适合稳健投资，那么也不能倒行逆施。

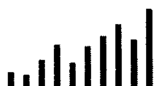
在每一个操作周期开始的时候，投资者首先应提醒一下自己，所能支配的总资源到底有多少，所要面对的总环境又如何。**有限的资源和机会，面对无限变化的复杂环境，这就是我们始终遇到的问题。**



跟庄记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





常被忽视的资金管理

常说，成功的交易 = 心理控制 + 资金管理 + 分析系统，但多数人往往忽略资金管理的问题,这个会影响到整个投资系统的安全性和效率的关键问题。

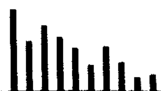
资金管理核心是，每次操作的资金大小，这与您分析决策的准确性是相关的，如果准确率较高，如 90%，那么资金分成 5 份就差不多了，因为 5 次操作都失败的概率已经很小了(为 0.00001)。如果您的决策正确率只有 60%，那么最好分成 20 份以上操作，因为，这种准确率下出现连续 5 次操作失误的概率是不小的。资金管理得当，是保证您的策略能够实现预期收益水平的基础。理解了这一点，也就了解了交易风险的秘密之一。

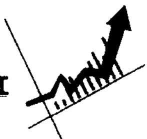
除了资金均等分配外，资金管理的另一个问题是，资金投入的变动策略。通俗讲，有两种变动策略，一种是加码，一种是减码。通常，有些投资者会在亏损的情况下，加大单次的下注筹码，特别是在总市值减少的情况下，加大追加资金的数量，希望一次性翻本，而上涨的时候少量追加资金甚至不追加。另一些投资者则喜欢在上涨的时候加码追入,而下跌时少量补仓,甚至减仓。虽然这两种做法的人各持己见,但实际上,关键的是投资的资金大小应该和操作的成功概率及预期收益率成比例。有把握且收益率高的投资才值得投入较多资金,而把握不大的小机会,只能少量投入,而本质上与股票的涨跌是无直接关系的。只是,有些投资者认为跌了就安全了,反弹的概率就大了,于是加大投资力度;而另一些人则认为,涨了才更有机会继续走强,需要加大投资力度。这种分歧与反转策略和趋势策略是类似的,没有绝对的对错。但不论如何,单次操作的资金必须有一个限度,不能孤注一掷,这是一个基点。**只要您等待已久的猎物出现的时候,还有足够的"子弹"而不是弹尽粮绝,就 OK 了。**

从理念到策略

投资理念只能告诉人们一个方向，真正要操作时必须具体到策略以及实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





施方案的选择上。通常，投资的理念可以一生坚守，但策略和方法则可以相对灵活多变。例如，与行业发展相关的投资策略就与行业的周期性相关。随着技术的加速发展和竞争的加剧，市场经济内外调控的能力不断加强，行业周期呈现逐渐缩短的趋势。通常，与行业起伏相关的策略，在使用1－2年后，就需要考虑进行修正或调整。当然，投资策略的时间期限是一个相对的概念，通用性的策略可能在不同的行业间使用很长时间，而有些特定环境背景下的策略，可能只在特定时期采用，另一些则可能周期性重复使用。

经过近十年时间的研究，人们发现深沪股市中“价值股”和“成长股”各领风骚两三年，考虑到价值股的现金分红比较多，总体统计的结果是“价值股”投资策略仍然好于“成长股”策略。有专业人士研究发现，[①] 价值投资策略在我国股票市场能获得很高的年度超额收益率。在1995－2002的8年中，基于BP(每股净资产/股价)比率的价值股组合相对于成长股组合获得了14.20%的年度超额收益率，相对于上证指数的年度超额收益率也高达8.97%，基于EP(每股收益/股价)比率的价值投资策略则分别获得了23.03%和14.86%的年度超额收益率。换而言之，投资者采用专门买低市盈率的股票，其在1995－2002年期间的收益率可以超过上证指数约10个百分点。这已是相当不错的“战绩”了！

再比如，投资者选择了专做年报行情的策略，即在年报公布之前，跟进强势股票，等到幕后利好出台时出货。有专业人士对2001年和2002年的业绩行情研究发现，[②] 不论公司公布的业绩是“好消息”还是“坏消息”，公司的股价普遍存在明显的提前反应。中小投资者在公布前的两三周内进行跟随策略，就可以搭一段顺风车。当然，搭车的人太多，庄家也会改变应对策略，因此，策略的选择不可能做到一劳永逸。

事实上，任何投资策略的始作俑者，应当有能力对这种策略进行不断地挖掘，并领引潮流市场保持优势，如果没有做领跑者的能力，最好选择跟跑

---

① 参见国泰君安证券股份有限公司王孝德、彭艳2003年发表的《价值投资策略：国际经验与中国实证》一文。

② 参见申银万国证券股份有限公司童驹的《上市公司年报业绩预告的股价反应研究》一文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战略或守株待兔。

此外，在策略的选择上还有一个组合与交叉的问题。有些策略是可以叠加使用的，相互不影响使用效果，组合使用可以保证成功运作的概率。通常，同一个理论基础上建立的投资策略是相互包容的，而相互排斥的理论所演变出来的策略是不宜组合使用的。例如，技术分析的不同指标之间，大部分是相互补充，多项技术指标的同时使用，可以在一定程度上提高准确性。但是，数量分析策略和内幕消息策略之间是缺少相互认同的，或者说是缺乏有机联系的。如果同时使用，只会取得此消彼长的结果，因为相当部分的数量分析策略是假设市场不存在内幕消息赢利模式的。

总之，理念的选择只是投资过程最开始的一个环节，策略的选择是理念的具体化。理念选择得对，策略选择的方向性就得到了保证，赚钱就可能变得很轻松，相反则可能像钻进了“死胡同”，怎么也绕不出来。

选择股票与选择时机

很多探讨股票投资的书籍都会把选股作为重点内容来先讲解，而本书到这里才来说选股，因为如果您把前面的理念和策略问题都理清之后就会发现，选股已经只是一个技术活了。

首先，要把投资策略具体化，并把其中的方法进行指标量化，这样，选股的主要工作量自然就会由计算机来承担。投资者所要做的，只是根据量化指标选出的股票，进行些相关考察，以防止踩到“地雷”。例如，年报期间，要事先了解该股年报刊登的预定日期是否有变化，以防止被出乎意料的“年报炸弹”炸成重伤。

其次，对于投资策略的流程进行近阶段的历史行情模拟，看看当前的招数，在近阶段中是否还奏效。在真正操作之前，不妨再对量化指标所选出的股票，进行一段时间的跟踪，体会一下盘中多数投资者面对股价跌宕起伏时的心态变化和情绪周期。这种跟踪是对股性的一种直观体验，俗话说“找找感觉”。有了感觉，操作起来就更容易得心应手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常，个人投资者的选股决策过程是很主观和随意的。不少散户投资者会根据其他股友的一句话或者是报纸上的一篇文章就做出投资决策。这种随意性保证了其决策的效率，但风险很高。相比之下，限制一下个人的主观情绪影响，依据策略制定的量化标准来选股，并进行历史数据的检验将会一定程度提高可靠性，至少可减少情绪因素的不良影响。

第三，选股选时缺一不可。特别是对于一些基本分析方法的使用者，当他们辛辛苦苦地挖掘出一只好股票时，往往会忽视当前的时点是否为最佳投入时机，以至于一买就套，甚至失去了信念。**“好股票还需要好时候、好价格。”**

第四，股票不分好坏。对于短线高手而言，稳步慢升的股票就未必是好股票，而上蹿下跳的风险股可能正合胃口；类似，对于专门投资重组机遇的基金而言，老牌的绩优蓝筹股也一定不适合，而在破产边缘晃悠的公司才是关注的重点。

总之，选股一定要结合自己选择的投资策略，千万不能人云亦云，所谓追逐热点的选股方法，实际上是“没头脑”的一种表现，当然这里也必须排除专门针对热门股的某些高智商投资策略。

股票选择好后，何时下手呢？很多技术方法提供了参考意见：如果是做短线的，只要明天能涨，那么今天就是低点；如果是做长线的，那么媒体上强力推荐的时候，一定不是个低点；如果是做波段的，那么成交量就是很好的参考。除了低点的寻找方法与策略相关外，还有一句耳熟能详的话应该记住：“绝对的底部是可遇不可求的。”

寻找最佳操作周期

如何选择操作的周期是一个很实际的问题。有些策略是用于长周期的，就不应用来炒短线，有些是短线方法，就不能用来做长线。这种匹配问题，是首先需要牢记在心的。其次，在投资策略上，准确率是很关键的指标，所谓准确率可以理解为成功达到预期收益率的概率，因此选择策略的起码条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是准确率大于 50%，如果考虑到交易费用和意外事件，至少应该在 60% 以上。

理论上探讨操作周期是很抽象的，下面就假设一些参数，分几种不同的情况来举例分析一下总体收益率的情况，或许您自己就会有特别的发现。

首先需要假设一些条件。例如，不妨将全部资金分成 10 份，每份单独操作，每轮操作完后，将资金重新平均分成 10 份，这样以保证概率意义的可实现性，最后再将 10 份资金合并计算累计收益率。其次，为了简便计算，假设的止损位和预期的利润率一致，这样 10 次中 8 次赢利，2 次止损，就很容易换算成 6 次赢利，其他 4 次合计为 0。但是，当收益率较高时则需要调整，如 100% 的收益率，即便准确率为 70%，但止损位一般只要 30% 就可以了，所以加权收益率为(70% × 200% + 30% × 70%) − 1 = 61% 要比 100% × (70% − 30%) = 40% 高出许多。第三，这里假设 20 年的投资寿命，如果操作周期为 1 年，那么每份资金就有 20 次投资机会。下面根据复利计算公式分别就不同的周期及参数进行计算：

(1)假设操作周期为 1 个月，例如 10 天持股，20 天观察，反正 1 个月进出一个回合，准确率为 65%，利润率为 3%（扣减交易费用后），止损位为 2%（考虑交易费用后也为 3%），得到加权收益率为：(65% − 35%) × 3% = 0.9%，即 10 份资金相互平均后的总体收益率约为每个回合 0.9%。20 年中，每份资金操作 240 回。总体收益大约为：$(1+0.9\%)^{240}$ = 8.59 倍，即 20 年操作，使得最初的 1 倍资金变成 8.59 倍。

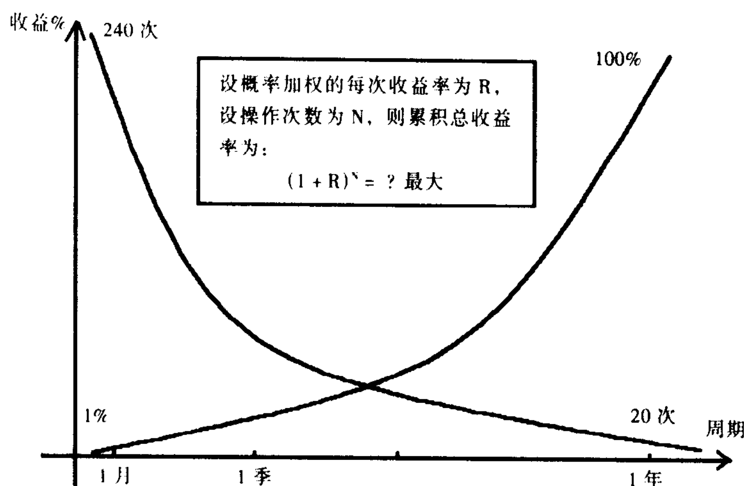
(2)假设操作周期为 6 个月，譬如 3 个月持股，3 个月观察，反正平均 6 个月进出一个回合，准确率为 70%（操作周期加长通常可以适当提高准确率），利润率为 15%（扣减交易费用后），止损位为 9%（考虑交易费用后也为 10%），得到加权收益率为：(70% − 30%) × 15% = 6%，20 年中，每份资金操作 40 次。总体收益大约为：$(1+6\%)^{40}$ = 10.29 倍。

(3)假设操作周期为 12 个月，譬如 6 个月持股，6 个月观察，平均 12 个月进出一个回合，准确率为 80%，利润率为 25%（扣减交易费用后），止损位为 23%（加上交易费用后也为 25%），得到加权收益率为：(80% − 20%) × 25% = 15%，20 年中，每份资金操作 20 次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体收益大约为：$(1+15\%)^{20}=16.4$ 倍

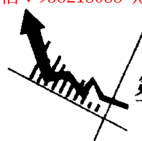
（4）操作周期为 24 个月，譬如 12 个月持股，12 个月观察，平均 24 个月进出一个回合，准确率为 70%（达到 100% 利润的准确率相对会低于短周期），利润率为 100%（扣减交易费用后），止损位为 28%（加上交易费用后为 30%），得到加权收益率为：61%（计算见上面说明举例），20 年中，每份资金操作 10 次。总体收益大约为：$(1+61\%)^{10}=117$ 倍，即资金 20 年里增长 116 倍。

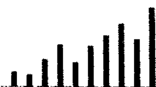


投资周期与单次预期收益率的关系图

通过上面对几种假设情况的估算可以发现，平均准确率、平均单次操作的利润率和操作次数都对最后的累计收益率有影响，但影响力不同。短线操作，虽然操作次数多，共 240 次，如果考虑 10 份资金分别操作，则是 2400 次，但是，准确率不容易很高，单次的利润率就更难以提高，所以总体累计收益率并不会很高，如果再考虑心理因素则可能更低。中线操作（半年为例），收益率有所提高，准确率也有所提高，但由于操作次数减少很多，所以总体收益率可能并没有明显提高。长线操作，由于收益率大大提高，所以止损的亏损很容易弥补，尽管准确率未必提高，甚至可以稍稍降低，操作次数也有所减少，但结果是累计收益率高达 116 倍，远远高出了其他方案。由此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





可以知道，在准确率大于 60% 的情况下(如果做不到这点，就很可能亏损了)，单次操作的收益率提高会对总体收益率产生最大影响，特别是当收益率较高时(大于 50% 时)，作用会非常显著。因此，**在投资策略上，在准确率有基本保障的前提下，应该尽量选择单次收益率高的策略进行操作，而不必频繁操作。**

投资者可以根据自己以往的业绩，大体测算一下自己的决策准确率以及不同操作周期下的单次加权平均利润率，再套用上面的方法就可以寻找相对较好的投资周期了。当然，不同的策略，可能适应不同的投资周期，还应首先考虑准确率大于 60% 的高收益率策略。

这虽然是个非常动态而模糊匡算体系，不过一个大体的规律是可以得到的，即**赚钱的快慢并不重要，重要的是每一把都能赚取尽可能多的利润。正所谓“一步一个脚印”，稳扎稳打。**

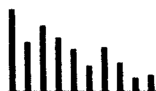
在考虑操作周期时，还有一个因素需要考虑，这就是捕捉机会的成本和所选择策略利润效率的平衡点。如果像中长线操作那样通过详尽的基本分析来进行短线操作，则需要投入相当的人力和物力，如果偷懒，仅仅靠技术指标来操作，那么准确率会可能下降，一旦低于 60%，则可能前功尽弃，如果低于 50%，还继续操作，则无异于赌博。所以，选择中长期策略时，应当加大对股票的研究和分析，以确保准确率的提高和单次收益率的大幅提升。

好钢用在刀刃上

产出与投入之比是衡量运作效率的重要指标。除资金外，投资者自身的时间和精力，在各个运作环节上的分配也是一种成本，也应与整个投资流程中各个环节所产生的价值相匹配。

在一个主要依靠买卖技巧产生价值的策略中，投资者最好亲自操盘报单；如果是一个以内幕消息为主要支撑的投资策略，那么应该自己去打探或核实相关的内部消息；倘若以基本面研究成果为核心策略，那么投资者最好自己也参与挖掘上市公司的财务数据和相关信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





有些投资者崇尚基本面价值发现的投资策略，但整天泡在营业部里打探有关的内幕消息，而从不看财务报表，这种做法显然是低效率的，而且自相矛盾。采用价值发现策略的投资人，应当多花些时间对自己可能投资的股票做深入的了解，甚至实地走访，特别是设法接触或了解公司管理团队的状况。然而，那些在机构投资者的喧嚣声中倒向价值发现策略的中小投资者，实际上并不是一种真正的价值投资策略的使用者，充其量不过是一种跟随策略。即不论主力倡导什么，只要能够挣钱，他们就会跟随坐一段轿子，然后早一步下轿即实现胜利。因此，采用这种策略的中小投资者，其实大可不必挖空心思研究上千家公司的业绩，他们真正所需要关注的是主力在当前策略上的使用技巧和重要拐点的特征，就是百姓俗称的“跟庄”。例如，2003－2004年间，市场主力资金对石化、钢铁、汽车等行业的大盘股进行了一场声势浩大的所谓“价值投资”。对于跟随操作的散户而言，没有必要再去对这些行业进行深入的行业分析，因为机构投资者早已是研究明白了才下注的。散户需要关注的是当时的所谓“价值投资”与以前的有什么不同：例如炒作资金的来源不同，以基金为主的资金能够进行更持久的跨年度行情，因为他们是市场的“常住人口”；其次，主力的策略并不是以个别公司的高成长为依据的，而是建立在当时这些行业市场需求扩大，投资不断升温的大背景下的；外加投资品种以超级大盘股为主，因此可以判定以基金为主的此次价值投资行情，应可能以慢牛推升方式为主，而不会采用以往中小盘股的高送配投资策略。[1]

此后，以央行为代表的管理层加大了对部分过热行业的宏观调控，压缩信贷投放，在这种背景下，主力会如何动作呢？对这些问题的研究和分析，才是跟随策略使用者应该花大力气的地方。当然，对行业和个股的分析研究也不是不需要，而是应该建立在专业机构研究成果之上的判断和选择，否则个人的精力、时间、知识等都是远远不够的。当然，个别对某些行业和企业

① 1996－1997年间，一批高成长中小盘股一度也走过一轮振奋人心的价值投资行情，以发展、长虹、梅雁等为代表的中小盘股，通过大比例送股、填权再配股，再送配的方式实现股本的快速增长和价值的成倍增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析有优势的个人投资者除外，例如做钢材贸易的人，自然可以对自己非常熟悉的行业和企业做专业化的研究，但这恐怕仅限于部分有便利资源的人。

总之，选择一个快捷的资讯来源、一家专业的服务机构和一套科学的分析工具是中小投资者建立自己投资体系的重点环节。

个人投资者需要对投入和成本给予关注，机构投资者更是如此。国内基金业在发展初期，很多基金公司仰仗旱涝保收的政策，大肆挥霍地养一批研究分析人员，很是奢侈。国外大部分基金都类似我国的私募基金，根本不设立专门的分析部门，一切开支从简，有的甚至是3-5个核心人员在自家的别墅里就搞定一切了。其他需要都通过购买和租用方式从其他专业机构获取。作为职业投资者，真正需要关注的只是几个关键环节的选择和判断。职业投资者所需要做的也是根据资源，整合出一个属于自己的投资体系，充分发挥自身的资源优势，然后让别人和自己的智慧能在这个体系中行走在最优路径。**站在巨人们的肩膀上，才能取得更大的成功。**

给风险测测“三围”

学者们测量股票风险的方法前面已经介绍过一点，在国外还有专业公司提供股票的风险系数(β值)。但对于国内普通个人投资者而言，这个方法不仅实用性差，而且没有免费渠道获得数据。这种情况下，如果自己来计算β值，是一项“折寿”的操练。因此，这里提供一种简单的风险测量方法，尽管包含了一些主观因素，且不可能“精确制导”，但不失为一个简便易行的小技巧。没有很复杂的算法，只需加减乘除就行了。

首先，**投资者对个股的预测能力是与风险大小密切相关的，预测能力越强，回避风险的能力就越强，操作风险就越小。**如果以个股股价允许10%误差[1]为标准，根据经验，可预见的周期T大体参考值如下：

---

① 这里定为10%，主要参考一般投资者的承受能力，具体数值可根据投资者自身的承受力略做调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初级个人投资者	5－30 天
中级个人投资者	10－100 天
高级个人投资者	50－200 天
超级个人投资者	100－250 天
一般机构投资者	20－100 天
中级机构投资者	50－200 天
高级机构投资者	100－300 天
超级机构投资者	200－500 天
个股控盘投资者(控盘 80% 以上)	500 天

个股可预测周期 T

经过几次投资后，已经比较熟悉并进行过深入研究的股票可以取上限，而一般情况下取下限比较稳妥。

其次，投资者在个股上的仓位比例,① 设为 P，也是风险的重要指标，仓位比例越低，个股波动造成的风险就小，而比例高，就可能对投资者整体带来较大风险。就基金而言，相关法规的规定为 10%。例如小于 0.5%，可称为残余，0.5－1%，称为微量，1－5% 为少量，5－10% 为中量，10－30% 为大量，30－60% 为超量，而 60－100% 的个股仓位比例，基本可认为是“孤注一掷”。

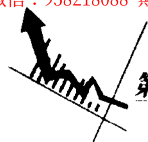
还有一个相关的指标是透支比例 K，目前相关法规不允许券商为投资者透支，所以多数投资者的透支参数为 100%，如果借钱炒股，实际上也是一种透支，例如 1:1 融资炒股，可认为投资参数为 200%。一般而言，透支比例小于 300%，都是可以接受的，因为股价波动在短时间内超出 30% 的情况很少，如果透支参数大于 500%，甚至达到 1000% 以上，则几乎是自杀性的透支了。因为，由于股价波动超过 10% 而被强制平仓的可能性就很大了。在上述参数的基础上，我们假设投资者计划的持股天数为 C，那么该股对投资者的风险值 X 为：

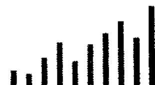
$$X = P \times K \times C / T$$

X 值越大风险就越大。一般而言，X 值在 0.2 以下，可认为是相当安全的，0.2－1 以内是比较安全的，而 1－2 则是有一定风险的，2－4 则为高风险，而超

① 单只股票占全部股市投入资金的百分比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





过 4 则是相当高风险的。例如，对于以初级个人投资者（假设预测能力值取 20 天）、20% 持仓、50% 自由资金（K = 200%）、计划持有 200 天计算，X = 20% × 200% × 200/20 = 4。这说明，大大超过自己预测能力的持股周期会带来很大风险，这种风险不仅来自于亏损，还包括资金周转不灵而导致的被迫割肉和其他机会成本的丧失。又如，中级个人者（假设预测能力取 40 天）、10% 持仓比例、400% 透支、计划持仓 10 天，则 X = 10% × 400% × 10/40 = 1。虽然透支比例很高，但持仓周期相对于预测能力比较短，则总体上风险会比较小。

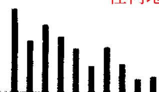
粗略一看，似乎风险大小与股票无关，但实际上，投资者对个股预测周期的长短以及计划的持股天数中包含了个股波动的风险因素，因为波动性强的股票往往不容易预测，平稳的股票可预测的周期较长。因此在评估预测周期时，通常包含了该股自身的不确定性。在这些参数的估算中，预测天数可以根据历史数据来不断检验和修正预测周期的参考值。其他参数基本是明确的，但最后计算出的风险值的分类和评价，也给投资者留下了自我完善的空间。

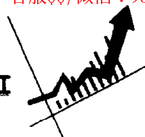
这个公式的另一个意义是，投资者在总结出一些安全的 X 值参数后，可以倒推出计划持股期，事先能够确定一个安全的持股期是很有意义的。另外，这个公式通常是用来测定个股的风险，但也可以转化为对某个投资组合进行风险计算，这样，可预测的周期可以相应地得到延长。

事实上，每个投资者以及其操作方法所能够接受的亏损幅度是不同的，因此，同样的风险值对于不同投资者的意义也是不同的。这里只是做了一个范例，提供一种思路而已，真正的风险关系未必就是上述公式所列，投资者还可以根据自己的经验和智慧加以修正甚至创新。

当然对于机构投资者而言，类似这样的风险测量方法不过是雕虫小技。一个规范的大机构，在投资风险管理方面，有时会更像银行放贷一样地思考问题、管理风险。对每一笔投资（贷款），投（贷）前通常需要回答两个基本问题：首先，与这笔交易的风险相比，其收益是否相当？即是否值得投资（放贷）。其次，如果风险收益比令人满意的话，根据投资（贷款）的总体规模安排并结合现有投资（贷款）组合状况考虑，当前这笔投资（贷款）的规模应该多大才匹配？把投资看作是一项贷款，还意味着需要进行投资（贷款）的后续管理，整个投资组合的匹配与平衡也是非常重要的关联环节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





学会白日做梦

很多人买了股票后，总想涨了以后该如何兑现赢利，不少投资者根本不考虑跌了以后该怎么办，或许其中有些人是不愿意考虑这个问题。但理性地讲，这是买入股票之前的最后一件重要的事情，也就是分析一下买入后的各种情况，并想好各种情形下的应对措施，而不是仅仅想赢利以后该怎么办，更不能假设某些糟糕的事情一定不会发生。

美国最著名的对冲基金——长期资本管理公司，1994 年成立 1998 年倒闭。短短 4 年多的时间里，由两位荣获诺贝尔经济学奖的重量级人物担纲，包括前美联储官员、著名投资银行明星交易员所组成的超强阵容，却如此迅速地走完了从辉煌到覆灭的历程。拥有众多专业高手的长期资本管理公司为什么如此短命呢?

当时，公司在经济学家、数学家和计算机程序员的共同努力下，建立了一套复杂的计算机投资模型，以此来捕捉金融工具及其衍生品种价格之间的差别，当差别被发现后，他们就买入被“低估”的金融产品，同时卖空被“高估”的金融产品。据说这个万无一失而严谨缜密的数学模型，将各种各样的风险因素包揽无遗，并在四年中创下了平均年回报率高达 40% 的骄人业绩。可是智者千虑，难免一失。这个模型偏偏没有预计到俄罗斯这样的大国也会发生背信弃义的赖账行为。1998 年俄罗斯由于金融危机而宣布暂停支付到期的外债。加上此前东南亚金融危机的不利影响，使美国长期资本管理公司在俄罗斯外债交易中遭遇了灭顶之灾。此前，长期资本管理公司拥有净资产 48 亿美元，可借贷超过 1000 亿美元，相当于当时香港的整个外汇储备总量，这种 1 比 20 的高风险融资，最终被意外突发事件斩断了资金链。其技术上的理论基础比较复杂，但一个浅显的解释就是，这些顶尖学者们把搞研究的“坏习惯”带到了实战中。其交易理论的基础是一种理想的世界，拥有无限的资金可以使用，同时也有无限巨大的市场可以承受这些资金，并假设了市场参与者的一贯诚信。搞理论研究通常可以做许多假设，然后依据未必总是正确的假设去进行严格的推导，只要推导的逻辑正确，结论就可以发表精彩的论文了，当然还可能因此评上教授头衔。但现实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，必须对假设条件不成立的特殊情况付出惨痛的代价。

严密的思维逻辑是投资者重要的分析基础，但对逻辑判断中的前提假设，必须多问几个为什么，特别是对在假设不成立的情况下所带来的危机，应早有思想准备。投资决策前不要仅仅假设市场会按照自己的假设和预期去发展，而真正应该花力气去考虑的是，市场一旦向反方向运动时，咱还有没有绝处逢生的锦囊妙计。对于稳健的投资者，不妨在每次进行重大投资决策时，假设市场连续3次按照不利于自己的方向发展，然后再看看自己的账户是否还有东山再起的机会。如果您都能坦然拿出对策，并在操作上留有充分的迂回空间，那么应该说，您的策略是相当安全的。例如，准备10元附近重仓持有某只重组股票，计划1个月左右的时间里赢利20%，这时不妨假设一下，股价不但没有上扬，反而下跌5%时该如何。如果决定5%亏损时减仓50%，那么重组失败并继续下跌到10%时是否全部卖出呢?如果减仓50%后股价止跌反弹了，那么是否说明该股的重组将实施呢，是否应该再追高买回呢?如此等等。在市场连续三次事与愿违的概率不大，但哪怕只是事先有所考虑，那么操作中也能减少许多措手不及的慌乱感，操作的心态也就会比较平和，意外事件所造成的损失就可降低。

另外，投资计划和目标也是投资者经常会做的一种“白日梦”，虽然只是偶尔想想，别人不知道。但是，经常做这种梦对投资心态不利。例如，每年赚多少多少的计划，尽管制定的时候未必就认真考虑其科学性，但不同的目标，可能会导致策略选择的不同。如果目标高，则会倾向于激进策略，而目标低，则通常会选择保守策略。特别是在岁末年初的时候，多数投资者不自觉地会对上年进行总结，而对来年进行谋划，这时应该尽量切合实际。这里所谓的切合实际不是针对市场行情，而是针对自己的心理状况，因为市场的未来是很难预知的，而自己的心态、状态和精力是可以把握的。把目标制定得符合自己未来一段时间的状况是一种真正的切合实际。特别是某些上班族，如果今年的出差时间很多，最好不要给自己定一个过于频繁的操作策略和过于短线的操作目标，否则坐在飞机和火车上的时候，就可能会因为报不上单而着急上火。

小心驶得万年船

投资者心理素质的高低，在熊市中可能作用不大，在牛市中也表现得区别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不够鲜明，但在面对突发异常情况时，绝对不一样。在突发意外面前，能够在短时间里控制好自己的心绪，然后做出最佳的决策，这是投资高手真功夫的体现。

如果对突发意外事件的举例，美国2001年的"9·11"事件恐怕是最典型不过的了。当时美国股市从9月12日停市到9月17日(周一)恢复开市，这是二战后美国股市停市最长的一次；包括华尔街金融区在内的整个曼哈顿下城被迫关闭长达一周左右，这个时间对于绝大多数投资者而言应该是比较充分的。在政府和经济的推动下，股市的整体信心还是恢复比较快的，到当年11月初，股指就已经反弹到"9·11"之前的水平。遗憾的是，笔者一位朋友预见到这个结果，但却在曙光来临之前已经被经纪商强行平仓了(当时这位老兄是透支投资的)。这种面对突发事件的处理不当，对于职业投资者的投资寿命是非常有害的。原因或许是因为没有身处海外的缘故，对当地市场的氛围体会不够，过于乐观地前估了反弹的时间点，外加资金管理在突发事件面前暴露出了致命的弱点，也是造成无谓损失的原因之一。

毫无疑问，类似"9·11"之类的事件，绝对是突发意外事件，可以说，做到事先防范是不可能的。任何周密的事前计划都不可能面面俱到，一旦市场的演变超出了事先预计，则需要对此类异常情况进行果断处理。这种处理的及时性和科学性无疑是至关重要的，因为这个时候投资者所操控的股票之船已经在股海里处于失控状态，惟一的办法，就是尽快采取补救措施，而先不要去考虑追悔、反思之类的事情，否则更多的追悔将会接踵而至。

在突发事件面前，除了决策者的心理素质和手段之外，整个投资系统的抗风险能力也会凸显出来。例如，备用资金的调拨途径是否畅通、所持股票的流通性如何、股票本身的抗风险特性是否稳定以及个股对自身突发事件的恢复速度等。倘若意外事件突发时融资渠道不是很通畅，而仓位又很重，但股票流通性尚可，那么最通用的办法，就是先斩仓50%，如果继续下跌则至少可以回补所抛筹码，以此来降低成本，赢得融资的时间。

此外，在所有招数都不能自救于水火的时候，还有一个相对可行的策略就是"只要比别人过得好"，即找到参考指标后针对性取得相对优势。有个故事最能够说明这个策略：两个人在森林里遭遇了一只老虎，其中甲拔腿就跑，而乙则不但不跑反而伏下身子，甲不解回头探问，乙说："我系紧鞋带后，只要比你跑得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快不就行了?"然后朝着甲就追去了。

面对突发情况,有时候是没有绝对完美的措施,所有应急措施的基础,也是事先不要把资金链绷得太紧,也不要把神经绷得太紧,凡事都考虑一下可能会有意外发生,给自己留出一点空间,这样,在股海翻船时才有救命稻草可抓。

投资系统的建立与完善

不少人都发现,自己对市场行情的判断常常是比较准确的,至少准确率在50%以上,可为什么总是赔钱呢?投资运作的管理就是问题的根结。不少投资者事先也做过不少"功课",对投资目标也进行过分析,但最终操作时,却常常是根据现场随机得到的某个消息,或股友和专家的某个建议就改了主意。这种随意性等于把自己放到了一个随机的轮盘赌上,也就很难超越市场平均收益水平了。建立一套科学、稳定、安全的投资管理体系,将有利于保证投资水平的稳定发挥,更是避免随意性危害的一个重要方面。

那么什么是投资运作体系呢?这里不妨套用企业质量管理体系的一些描述方法。所谓"投资流程管理体系",就是为保证实现成功的投资管理,所需要建立的组织结构、程序、过程和资源。其最基本的组成为四个部分,即组织结构、程序、过程和资源。

①**组织结构**,一般是指一个投资机构内部为行使其职能而建立的职责、权限及其相互关系,通常可以用组织结构图予以描述。对于个人而言,可分为不同的角色,只是多数角色由一个人承担而已。例如,信息搜集员、信息审核员、策略研究员、投资决策员、操盘手、资金清算师等等。个人投资者常常因角色不分而随意改变已经做出的投资决策。因此在操作时,最好严格按照自己已经制定的策略去实施,如果需要改变,那么最好离开实时变动的行情,进入静态分析系统,并把心态转换到做盘后分析的角色中重新进行决策,这种角色转换,有助于防止操作的随意性,又可以保留个人操作的灵活性和高效性。

②**程序**,是指为进行投资活动所规定的途径。机构投资者必须以文件或合同方式,对各个角色的行为进行"明文规定",而个人投资者最好也把自己的投

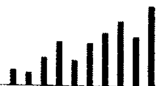
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资运作程序写在纸上，这个编写的过程会让您思考不少重要问题。例如，假定有"在有效信息的基础上进行投资决策"之类的要求，那么就必须对有效信息进行规定。道听途说的算不算有效呢?年报数据算不算有效呢?都不是简单的Yes/No问题。对小道消息如何求证、对年报资料如何辨别，都需要有更细化的规定。这年头信息是不缺的，传播速度也很快，但未必是真实的，只有存在且真实的信息，才能作为决策的依据，而其他只能作为参考。例如，在数据资料辨别方面，一般认为，从两个独立的数据源获得的数据完全一致，才确认该数据资料是真实有效的，以免因报纸和网站编辑的一点点笔误而导致自己决策的错误。又如，操作方面，笔者不只一次发现，有的个人投资者为了自己误以为买到的股票操心好几个月，或者事后发现原以为卖出的股票还在账面上，这种缺少清算确认步骤的操作程序是十分危险的。

③**过程**，是有效的一组彼此相关的资源和活动。在投资的整个过程中，每一个阶段可以视为一个过程，例如，事前的自身优势分析、选择投资策略、制定投资战术、信息搜集、终止投资、撰写投资日志等等。除了对投资环节进行文件化的规范外，对每个投资过程进行跟踪和记录是同样重要的。例如，坚持写"操盘日记"的做法是值得提倡的。在这类日记中，可以记录每次买卖操作的理由，以及事前、事后的对比。此外，还不妨替别人做做总结，**别人吃一堑，自己长一智，这才是高手的做法**。机构投资者中，一般都会有设立专人负责投资督察和业绩考核之类的事，而个人投资者往往会因为缺少监督和考核，宽恕自己的错误，夸大自己的成绩，并导致自我信心的膨胀。特别是当自己因收获不菲而得意洋洋的时候，不妨把自己近年来的总体业绩与优秀的基金以及大盘指数进行全面的量化对比性分析，看看自己到底是"骡子"还是"马"。事后的总结和考评是个人投资者需要加强的一个过程，这种自律是自己迅速成为高手的一个捷径。

④**资源**，包括人员、相关信息、投资软硬件、资金、拥有或掌握的投资技术及方法等。如何整合自有的资源是投资过程中最重要的一个方面。不少投资者在性格上都或多或少地有些缺陷，如果改不了急躁草率或优柔寡断的毛病，借助计算机的客观理性来投资就是一个不错的资源优化。目前，不少券商都提供了网上交易服务，电话委托更是十分普及。这种情况下，完全可以通过远程报单，来减少自己在投资现场的情绪波动。又比如，职业股民由于投入时间多，信息也比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



较快，利用职业股民与广大业余股民的信息时间差，制订某种跟庄操作策略，曾经不约而同地成为多数职业投资者的资源利用方式。而业余投资者，应该看到这方面的资源缺陷，应避免采用短线跟庄策略。又比如，基金公司也常常利用大股东（如券商、银行、信托等）的资源优势，来取得资讯、人才、融资等方面的竞争优势。

综合而言，投资管理系统是上述四个方面相互关联或相互作用而构成的一个体系。四方面不是孤立的，而应作为一个系统看，重视整个系统内的关系，才能发挥系统所能体现的更大作用。最重要的是，整个系统的稳定有效运行是建立管理系统的一个关键目标，过于复杂和精确的系统有时未必就稳定、安全。

总之，建立一个合理的组织结构，在不断完善的程序规则下，充分调配资源特长，正确实施各个投资过程，便是整个投资管理体系的现实意义。**建立一个适合自己的投资管理体系，争取让每一次投资都比上一次做得更完美，这就是投资管理的目标。**

需要了解目标，更需要一步一步地有计划地实施。这里还有一些实施步骤供参考。一般而言，投资体系建立主要有四个要点，一是正确识别所有的投资运作环节的质量和标准，其中有投资策略选择和验证、资金调配和管理、信息的搜集与核实、操作计划的制订与实施、事中的记录与确认、事后的检查与考核等各个环节，对所有的细节进行认定和细化；二是制订出具体且可操作的控制程序，对每一个投资步骤，制订出明确而可实施的标准规范；三是所有制订出的操作规范和流程都进行有效的执行，让参与人员理解和接受这些程序，并不断细化这些标准与规范；四是对所有操作和执行情况保留完整的记录和凭证证据，并不断总结和整理相关的经验与数据。不信您调查一下，对交割单保留完好的股民平均收益水平保准比从不确认交割单的股民要强不少。

事实上，相当部分的机构投资者都还没有实现完整的投资管理体系，更何况个人投资者。因此，对于上述投资运作系统的描述，会让不少个人投资者感到过于繁冗甚至“恐怖”，有人可能会感叹“太麻烦了！”但如果您以股市投资为毕生的职业，而又必须面对市场中日渐增多的机构大鳄，那么您最好建立一个适合自己的迷你型投资体系，至少，在操作中保持运作管理的理念，以避免操作上的混乱而导致过多的损失。**“操作前，先给一个理由，操作后，再给一个总结”便是最简化的管理规范了。**

股市人生，其实并不需要太多的机会，如果有一套稳定运作的投资体系，哪怕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只成功运作20次，就已经是相当不菲的成绩了。试想2的20次方是1048576倍，约1百万倍，也就是说，1万元起步，20年中成功实现20次翻番投资，20年后的您将可能拥有100亿元，即使每次只实现总体赢利50%，也有200倍的成绩。因此，保证每次操作的准确度是取得投资业绩的关键环节，而保证这一环节的重要基础，就是拥有一个科学、稳定、安全的运作系统，并养成在系统内规范运作的好习惯。

篇尾小节：大繁至简

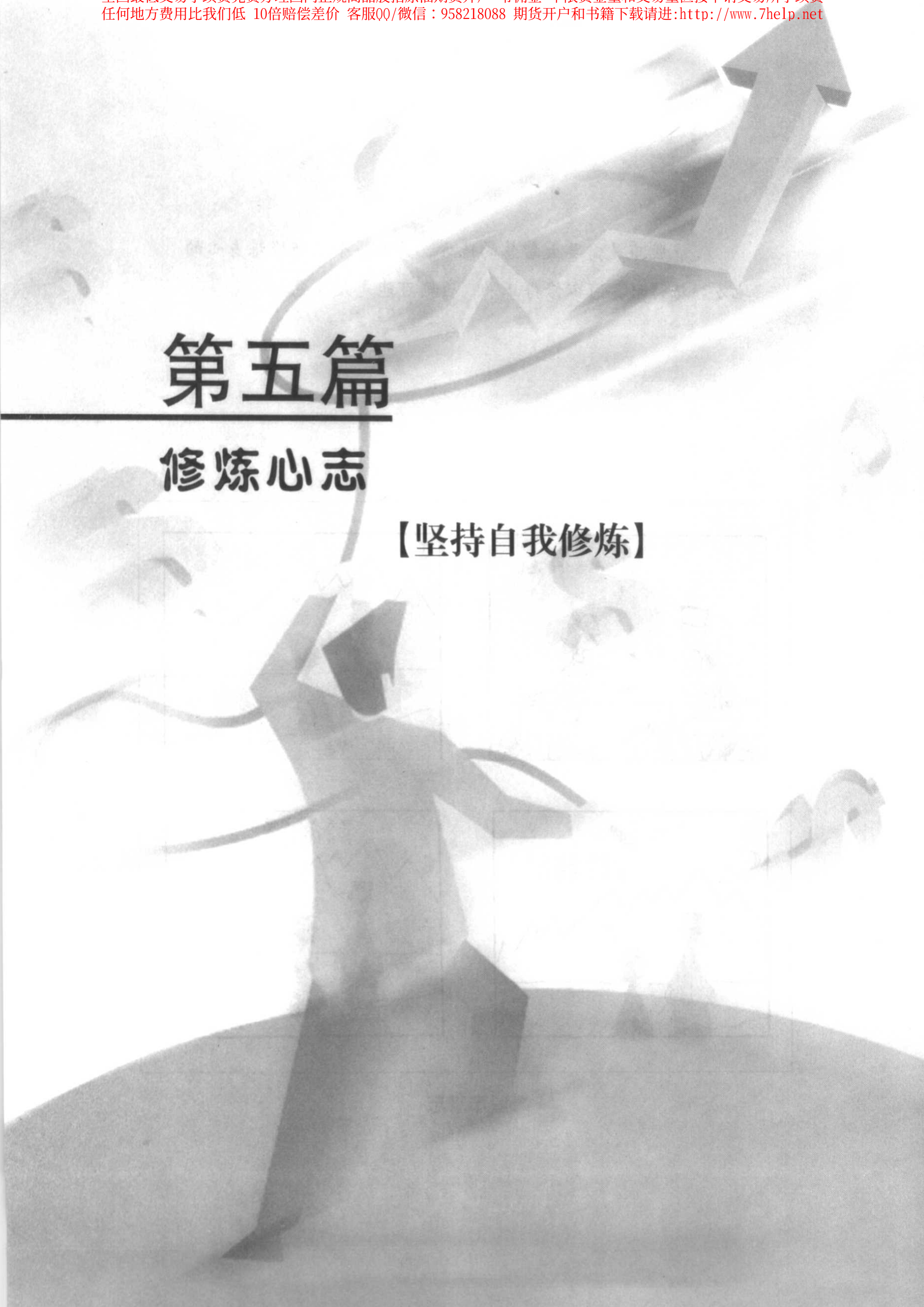


对于一般业余的投资者而言，本篇中有关投资流程的管理和控制方面的探讨，难免过于冗繁了一些，但您要知道，和你同台比拼的机构投资者正在建立并完善各种高效的投资管理系统。所以您也应该按照这个思路寻找一个适合自己且简便易行的办法，正所谓大繁至简。

其实，不论是一个职业投资者，或是一个投资机构，自觉不自觉地都会有一套自己的管理与控制程式。其中可以包括但不限于独特创新的投资方法、高效灵活的智能投资软件、资金和风险的管理系统以及自我评估和考核机制等等。每一个部分的设计可能都很复杂，但真正从整体上把握，原理往往也十分简单。

目前，国际上早已有各种各样的投资管理和风险管理软件平台，但要建立一套符合国情且真正属于自己的投资运作系统，不是一朝一夕的事情。**软件好装，理念难改，再科学的管理标准、再智能的投资软件，如果管理和操作者自身的理念不相匹配，这些系统都是不会很好地发挥作用的。甚至可以说，对于自我修炼不够的个人和团队，任何管理系统和智能软件都可能失效。**所以，除了知识、技能、资源之外，自身在职业道德与伦理方面的修炼也是同样重要的。从下一篇起我们就一起来聊聊关于投资者自身的修炼问题，有些可能看起来与投资无关，反而更像在探讨人生与哲学，但这些都是影响您人生投资成败的根本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五篇

修炼心志

【坚持自我修炼】

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原书缺页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机不赌博

如果说，第二篇中的种种投资理论只是纸上谈兵，那么第四篇中所谈的就是理论联系实际的问题。类似，如果想让第三篇中关于投机艺术和投资心理的探讨不成为空谈，就需要不断地自我修炼。这种修炼，主要不是肌体的锻炼，而是素养和素质的修炼，是观念和理念的修炼。其中很多时候是一种只可意会而难以言传的东西。

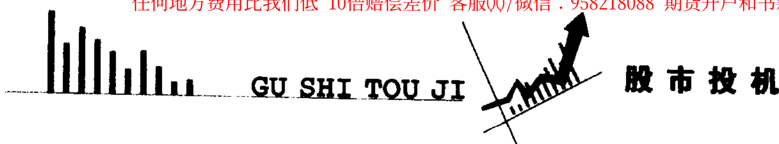
在探讨股市中的自我修炼之前，不得不首先对三个颇有争议而又密切相关的概念辨析一下，这就是**投资、投机和赌博**，否则，概念不一致，无从谈起。

进行最早探讨投资与投机概念的人已很难确定，但美国学者本杰明·葛兰姆(Benjamin Graham)[1]是一定要提的。他给投资下了一个定义：**"投资就是在经过完整的分析研究之后，认为可以确保本金的安全，并能得到满意回报的行为。不符合这些条件的属于投机"**。[2]这个定义认为，完整的分析研究是基于现有原则、条件和逻辑的，是对所有可能取得资料的认真研究、描述、评价和选择。这个定义很有意思，因为它是一个"与时俱进"的定义。由于当时的投资者对股票的波动回报认识不足，对信心价值更无从测量，因此按照当时对股票的认识，只能把"完整分析研究"股票企业价值的行为定义成了投资。但是，人们研究和分析的方法和理论是不断发展的，从前算投机的或许现在就可能算投资

① 本杰明·葛兰姆是价值型投资风格的典型代表大师，被誉为金融教父，是世界最富有的股票投资大师沃伦·巴菲特的老师．其代表作品之一为《聪明的投资人》。

② 参见本杰明·葛兰姆与戴·维多德著、湘财证券与海南出版社共同出版的《证券分析》(1999 年第1版)一书的第 41 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了。例如，如果有一天，人们已经可以精确计算每一个投资者的情绪和信心指数,那么对市场概念题材的研究与炒作不也成了投资？这只是问题一。

另一个问题是，经过完整的分析研究之后的赌博行为也是投资吗？例如，用骰子来赌博，如果出现5、6为庄家赢，其他为玩家赢，这种赌博从概率的角度讲，玩家可以肯定获利(4/6的概率)，并有理由保证本金的安全，且得到满意回报。那么这种明显在概率上可以赢利的赌博不也算是投资吗？这个例子表面上有些荒诞，没有实际意义，但事实上，在我国股市的发行上一度存在所谓新股不败的神话，就是一个十分类似的案例。当时用资金反复申购新股并在上市首日抛出，其赢利概率甚至达到99.9%以上。这种类似搬运工的“投机倒把”行为，不也可以认为是某种变异的理性投资吗？

所以，笔者认为，以赌博心理去操作未必就一定是投机，关键还要看概率上是否存在赢利的机会，并实施中能否按照概率的意义去操作，而不是孤注一掷或只做一、两次就主动放弃了。其实，所有的投资活动都是概率意义上的操作，没有真正100%的成功机会。只是有的时候成功概率达到了99.99999%，那么全部下注就是了。而有时只有51%的赢利机会，那么至少应该保证有重复实践10次以上的机会，而不是一上来就孤注一掷，谁都不能保证开门红的运气。

投资、投机与赌博之间的区别是值得投资者思考的一个基础性问题，每个人都能说出一些自己的理解。但是这里,笔者介绍一种量化的定义。

基于本书前面对有关概率知识的介绍，[①]以及多数投资者对期望收益率和风险(方差)的理解，我们可以在这两个概率定义之上重新精确地定义投值、投机和赌博这三个概念。

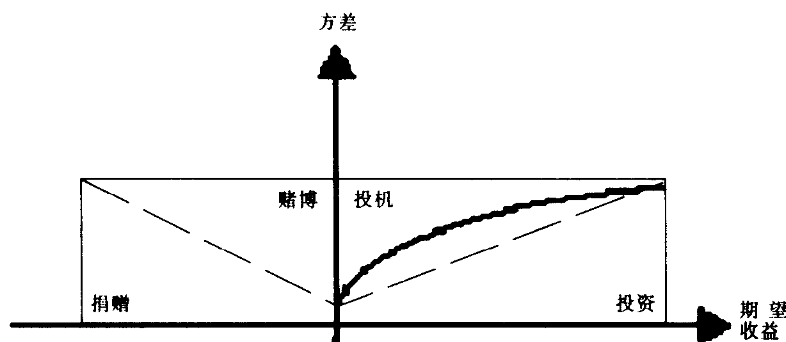
针对一项完整而独立的投资或投资组合或投资策略，在现有信息环境下，该项投资的总体期望值收益率小于零，就可以认为有赌博的成分多于投资的成分，当该投资的方差或者说不确定性趋于零时，赌博就变成了捐赠，也就是说赔定了。当期望收益率大于零，投资的成分就大于赌博；当该投资的方差小于预期收益率时，即在保证不赔的情况下，只是赚钱多少不确定

① 参见概率的意义一章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，便是理性的投资，即投值。当不确定性趋于零时，投资就变成了获取，也就是赢定了。

参见下图可以清楚地看到，如果以负半轴的45度虚线为分界，那么倾向于在高风险(大方差)下的行为就是赌博，倾向于低风险的行为就是类似“捐赠”(可能只是客观上的，而不是主观上的)。以期望收益率等于0为界限，小于零的行为属于赌博性，这种行为就是明知长期玩下去是要赔钱的，却还想碰运气。相比之下，期望收益率大于零的行为则是投机，这种行为就是以运气为主，但仍然存在概率意义上的赢利。

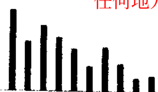


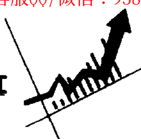
图注：图中的粗线就是个人投资者在股市中成长的一种较优策略，并不受线框限制，向投资方向延伸，只不过，不同的市场环境下，弧度大小有所不同。

类似，以正半轴45度虚线为界限，偏重于高风险的冒险的行为是投机，而偏重于预期收益的行为是投资。不过，由于每个投资者对风险和预期收益率的测算是不尽相同的，甚至相差很大，所以实际中，两条45度直线并没有十分精确的位置。而且，个人对风险的偏好程度也大相径庭，所以，投值和投机的界限也未必就是准确的45度，有的人可能在60度，有的人可能在30度的位置。因此，当行为处于45度线附近时，投机还是投资，大家就难有统一标准。

需要特别说明的是，方差和期望收益率虽然是决策的重要依据，但在实践中，相当部分的情况下是建立在主观概率基础上的，也就是凭借人们的实际感觉和推测对某一事件的可能性做出的概率测定。并不是像掷硬币那样精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





确地符合概率特性的。因此，针对某一类投资行为而言，谁的主观概率更接近实际概率，谁的运气可能就会好一些。

从上面的定义，我们可以重新认识一些投资行为。例如，无商品现货组合的单边期货投机行为，如果这种投机者的市场平均收益率明显小于零，那么应该看作是一种赌博行为。这一点，在我国期货市场的发展初期得到了充分的验证。另一个例子，如果甲乙两个人掷硬币赌博，两个人输赢的概率都是 50%，但是甲乙的赌博在电视台转播，甲乙的获胜者将获得广告商赞助的 1000 美元奖金，那么，甲乙的行为应该可以理解为是一种投机，而不是赌博，因为两人的期望收益是 500 美元。另一例子是赌球，如果某人长期跟踪各个球队和球员的情况，并经过详细分析后合理下注，其获胜的概率很大，每年的赛季此人都颇有收益，那么这种赌球行为，不也可以认为是一种投机吗？

作为个人投资者，想要在股市成长，并长期生存，那么其投资策略上对方差和期望收益率的偏重是需要平衡的，入市初期，资金规模小，可以承受一定的风险，比较适合短线投机，便于快速积累原始资本，但发展到一定规模后，防范风险将变得越来越重要，并逐步倾向于收益稳定、风险较小的投资策略和品种，这个过程的大意如图中的粗弧线所示，并向投资方向无限延伸。**做一个成功的股市投资者，在发展初期应牢记“做投机者，不做赌博者”，进入成熟期后应该牢记“重投资、轻投机”。**

其实，对于实践者而言，从理论上辨析这些概念和定义不是非常有意义，但是在这种辩驳中理解和分析自己投资的心态和理念，是一种基础而必要的修炼。那些不想付出辛劳，而始终抱着投机取巧和赌博心理的股民，如果不能在市场中“与时俱进”，那么等待他的最终结局只能是出局。

在澳门赌场里赌博的人们难道不知道赌场的收益来自各位赌徒吗？他们的理性预期收益率是必然小于零的。但他们仍然选择了这种方式，所以说，**对赚钱方式的选择是个人的风险偏好，是投资人自身的人生态度，是最基本的一项修炼。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资环境的生态平衡

要在股市里生存，了解大环境至关重要，就像猴子在森林里生存一样，必须知道水源在哪里，果子在哪里，天敌是什么，朋友是谁等等，这些动物世界的游戏规则，在股市里也同样存在。不同的生态环境中，生存的法则不同。

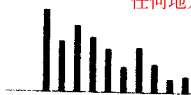
从“摸石头”到高速路

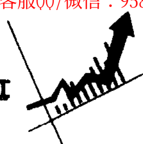
在观察市场大环境的时候，了解这个市场的历史是不可忽视的。尤其是当您进入一个新市场的时候，例如初次进入股市，或者是从股市进入商品期货、国债期货等市场。如果不了解这个市场的历史，就很难理解这个市场的很多现象，自我修炼和投资分析就可能无从谈起了。

深沪股市自上世纪 90 年代初建立至今，几经沉浮，风雨兼程，在短短 10 多年里，就发展成为社会主义市场经济的重要组成部分，并担当起经济改革的重要角色。回首那些令人难忘和兴奋的历程，不能不让人为其旺盛的生命力而叹服，更由此对未来的前景充满信心。下面，我们为那些出生的牛犊们简单回顾一下深沪股市的历史，如果您是与市场一同成长起来的老兵，可以直接跳到下一节。

上世纪 80 年代初，在改革总设计师小平同志“摸着石头过河”的思想指导下，股份制经济逐步在计划经济的旧体制中萌发。1984 年 11 月，第一张公开发行的股票飞乐音响面世。到 90 年代初，随着深沪证券交易所和中国证监会的相继成立，股市，这个将改变许多人命运的全新事物，终于在波澜起伏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





的经济大潮中诞生了。

在股市的萌芽阶段，买股票一度还需要党员干部带头，比讨论股市涨跌更多的是对股市性质的质疑。股市究竟应该姓“资”还是姓“社”的问题，不仅理论界探讨十分激烈，就连普通投资者也每每在股市大跌时担心股市的呼吸和心跳会嘎然而止。1992 年，小平同志在南巡中说：“有人说股票是资本主义的。我们在深圳、上海先试验一下，结果证明是成功的。看来资本主义的有些东西，社会主义制度也可以拿过来用，即使错了也不要紧嘛！错了关闭就是，以后再开，哪有百分之百的事！”“允许看，但要坚决试”。这一历史性的论断，鼓舞了更多的有识之士投身股市，市场也由此走出了其历史上的第一轮大牛市。

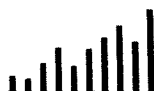
此后，深沪股市告别“摸石头”的阶段，进入了第一个快速发展时期。1993 年和 1994 年的上半年，股市经历了第一次大规模的扩容。在不到两年的时间里，上市股票数增加了 272 只，与头 3 年之和的 69 只相比，一下子扩大了近 4 倍。1995 年，市场进行了调整和整顿，当年的扩容处于相对低谷。“宁肯慢、务求好”的原则，让初生的牛犊们得到了及时的休整。这为第二个快速发展阶段打下了基础。

1996 年初，宏观经济 3 年调控取得成效，央行第一次降低存贷款利率，由此一轮持续时间最长的牛市拉开了序幕。到 1997 年 5 月，在 1 年多的时间里，股市反复攀升，成交屡创天量。更重要的是，股市与经济的内在联系开始显露，人们开始体会到股票投资不再是简单的追涨杀跌，更不是赌博，而是与基本面息息相关的投资。大到世界性的金融危机，小到上市公司的投资项目，这些都是投资者需要关注的内容。也许正是这种投资理念的兴起，人们开始逐步认识到股市调整资源分配的社会功效，股市投资的地位也再次得到提升。

1998 年以后，国企改革成为经济工作的重要内容，一大批国家重点企业纷纷改制上市，利用资本市场来改造国企的思路得以实践。股市不再仅仅是一块“试验田”，股市变成了国企改革的助推器。

在短短的几年内，股市成为众多上市公司直接融资的最佳场所，最直接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



地支持了国民经济的发展。据不完全资料统计，自 1993 年至 1999 年，A 股市场通过发行新股及配股所募集的资金分别依次为 180 亿元、81 亿元、141 亿元、281 亿元、717 亿元、575 亿元和 420 亿元。如果考虑到 B 股市场的筹资，累积募集的资金接近 3000 亿元。这笔资金无疑对上市公司，特别是对当时的一大批国家重点企业的高速成长和脱困输入了宝贵的“血液”。

到 1999 年，经过 10 年磨练的深沪股市已不再是蹒跚学步的孩童，她开始肩负起国企改革和市场资源再配置的重任，以前所未有的新姿态，驶入稳步发展的高速路。

之后，“超常规发展机构投资者”的战略，为股市发展开辟了新的纪元。一大批国有资金、保险资金甚至是部分社保资金，通过基金、信托、委托理财等方式逐步进入股市，市场也在资金的推动下于 2001 年 6 月达到又一个历史性的高点。

但是，10 年快速发展中积累的问题随着市场规模的扩大而日益突出，公司造假、企业诚信、股价泡沫、内幕交易、民事诉讼等问题在媒体的监督下逐渐得到了暴露。特别是一股独大、剥离上市、全流通等深层次问题所引发的种种弊端，已经为管理层和广大的投资者所认识。于是，股市在人们的抛弃中逐渐被边缘化。直到 2004 年 2 月，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》发布之后，市场信心有所恢复，但老问题的阴影似乎还没有彻底趋散。

在我国股市 10 多年的发展中，尽管行情有起有落，步伐有快有慢，但所取得的成绩是有目共睹的，也是毋庸置疑的。

1986 年 9 月，柜台交易刚刚出现。当时深沪交易所尚未建立，柜台交易是股票交易的主要途径。投资者必须拿着股票实物，跑到交易地点，才能了解到具体行情，才能买进、卖出。1990 年底，深沪股票交易市场的相继成立，建立了统一的交易系统，结束了颇为原始的柜台交易。此后几年中，股票、基金、债券很快全部实现无纸化发行与交易，证券交易和结算网络覆盖了全国各地，主要技术手段达到世界先进水平。1993 年，上海交易所还曾出现过因停电而不得不停市的情况，这已经是如今的投资者闻所未闻的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从市场规模看，现在的市场已远非初创时期的人们可以想象。交易所成立的头两年，深沪两市加起来才十几只股票，投资者常常可以抄写每日的行情，股票名称更是倒背如流。可现在，再用纸和笔来记录每日全部行情，已成为不可想象。交易所建立的头 3 年，市场每日的成交额不过千万元。当年的“杨百万”买上 1000 股“电真空”，[①]便可炒起一拨行情。而如今，即便是数十只国企大盘股同时上涨，也不过是“局部热点”。

从市场交易看，伴随着股市规模的不断扩大，市场的成交更是不断创出天量。1992 年的全年成交额仅为 594 亿元，而 1999 年 6 月 25 日一天的成交额就达到 833 亿元。

从上市公司的构成看，股市初期的上市企业大多为深沪本地的中小企业，相当部分是以集体或乡镇企业为背景发展起来的，不少企业比现在的深圳中小企业板的公司还小。后来在第一次扩容阶段，上海石化等部分大中型国企开始登场，同时四川长虹等大量异地股纷纷入市，由此促使深沪股市逐渐摆脱区域性市场的局限，向覆盖全国的大市场演变。经过几年的发展，当初的小盘股也大多已初具规模，而且大批特大型企业集团的加盟，使得深沪股市真正发展成为可以容纳百川的股海。到 2004 年，中国联通、宝钢股份、长江电力等一批超级航母，纷纷在股市登陆，使得深沪市场真正能够成为容纳百川的股海。

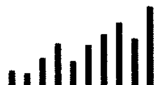
在股市的参与者中，券商作为举足轻重的一部分，同样得到了超常规的发展，在经营和规模上成为增长最快的行业之一。从 1985 年 10 月我国第一家证券公司深圳经济特区证券公司成立到 2000 年，短短的十几年内，证券公司如雨后春笋般涌现。特别是 1998 年以后，券商进入空前的发育期。接二连三的增资扩股，使得一大批资本在 10 亿元以上的大中型券商纷纷出炉。2004 年，中信证券获准发债，首开券商发债融资之先河。此外，随着证券投资基金的蓬勃发展，一个新的投资群体迅速壮大。到 2004 年初，发行上市的证券投资基金已超过 50 家，运作资金总规模接近 2000 亿元。

---

① 上海市场的老八股之一，后由“真空电子”改名为“广电电子”，编号为 600602。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





从对经济的影响看，仅交易税一项，按目前的双向千分之四征收计算，深沪股市1年就将上缴近300亿元的印花税，更不用说上百亿元的交易佣金和相关消费所带动的诸多产业的蓬勃发展。截至2004年4月中，我国股票市价总值已经超过5万亿元，相当于GDP的50%左右，对国民经济的重要性已是今非昔比。

在这样一个高速发展的市场中，一切都是从无到有，一方面要看到新生事物的高风险性和不规范性，这样才能在狂躁的人群中保持理性的投机；另一方面，更应认清我国证券市场广阔的发展远景，在这个大趋势中判断未来，才能在整个市场失去信心的时候，坚定自己的步伐。

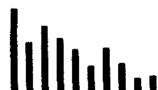
关注股市小环境

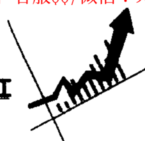
了解整个国家和社会的大环境只是修炼适应能力的第一步。更直接影响市场运行趋势的，主要是金融小环境。因此，培养自己对金融政策、金融现象的敏感及思辨能力则更为关键。例如，1996年以后的连续八次降息，以及相关的积极投资政策，领会其对股市的影响就是很典型的案例。

众所周知，利率是资金的价格，作为最重要的宏观调控工具，它一头影响经营者的成本，另一头又关系投资者的收益。自1996年4月1日起停办保值储蓄到2002年，央行先后八次下调利率，以一年期存款利率为例，从最初的10.98%下降为最后的1.98%；贷款利率从过去的12.28%下调为后来的5.31%，幅度之显著可见一斑。有专家统计，仅前七次降息就为企业节省财务成本2000多亿元，同时促进了资金向资本市场的流入。

1996年5月1日第一次降息，存款利率平均降低0.98个百分点，贷款利率平均降低0.75个百分点。这首次降息是国家成功控制通货膨胀，国民经济在长达33个月的调整中实现了软着陆的背景下决定的。该次降息减轻了企业尤其是国有大中型企业的利息负担，因为这些企业在国家拨改贷体制后自有资本金很低，负债率很高，降息直接提高了企业经济效益。同时，居民消费倾向也很快上升，股市由此开始了一个历时两年多的大牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





1996 年 8 月 23 日第二次降息，存款利率平均降低 1.5%，贷款利率平均下调 1.2%，这是 8 次降息中幅度最大的一次。而且，活期存款、3 个月和 6 个月定期存款利率降幅超过 30%；流动资金贷款利率降幅不到 10%，而固定资产贷款利率降幅却超过了 10%。该次降息是宏观调控进入一个新阶段的显著标志。如果说第一次降息是货币政策试探性微调，那么二次降息是一个对“适度从紧货币政策”的方向性改变。当然，这种潜在的货币政策变化，不是马上能从央行行长嘴里听到的，而必须自己去体会。

1997 年 10 月 23 日第三次降息，存款年利率平均下调 1.1%，各项贷款利率平均下调 1.5%。这次降息主要是为了适应物价增幅持续走低而出台的，同时也支持了国企三年脱困的攻坚战改革。同时，当年亚洲爆发了较大规模的金融危机，央行及时降息，试图拉动内需，减少企业成本，抑制本外币利差，以保持高增长、低通胀的经济形势。股市由于前期涨幅较大，没有继续上扬，只是调整幅度变得较浅，而随后发行的两个长期品种的国债异常火爆。

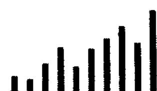
1998 年 3 月 25 日第四次降息，存款利率平均下调 0.16%，贷款利率平均下调 0.6%，利率下调幅度不大，但法定存款准备金率由 13% 下调至 8%。与前几次相比，这次增加了央行法定存款准备金率的下调，这意味着大幅度地增加了货币投放，促进商业银行主动发放贷款，使得市场资金更为充裕。

1998 年 7 月 1 日第五次降息，金融机构存款利率平均下调 0.49%，贷款利率平均下调 1.12%，中长期存、贷款利率下调幅度均大于短期存、贷款利率下调幅度，同时降低了中央银行准备金存款利率和再贷款利率。中长期贷款利率的大幅下调对于加快基础设施建设、刺激居民住房消费具有显著的刺激作用，为日后这两方面的过热埋下了伏笔。同时，这次降息为完成当年 8% 的宏观经济增长目标做出重大贡献。

1998 年 12 月 7 日第六次降息，金融机构存、贷款利率平均下调均为 0.5%。这次减息进一步拉动了内需，也为股市的发展准备了较充足、低廉的资金。

1999 年 6 月 10 日第七次降息，存款利率平均降 1 个百分点，贷款利率平均降 0.75%。存款利率降幅大于贷款利率降幅，金融机构存贷款利差有所加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大，同时央行准备金存款、再贷款和再贴现利率同时调低。这次降息对积极的财政政策给予有力配合，为同年股市的“5·19”行情起到了支撑作用。

2002 年 2 月 21 日第八次降息，存款利率平均下调 0.25%，贷款利率平均下调 0.5%。国际经济增幅的放缓，加上积极的财政政策仍然没有很好地解决内需不振问题，使得实际物价水平仍在低位徘徊，但货币政策的影响力已经表现出一定的局限性。

2003 年之后，有关降息的呼声已经销声匿迹，相反 2003 年底之后，关于升息的预期越来越强烈。特别是 2003 年下半年起，国债市场的大幅度下跌，明确无误地表明了市场对未来利率的一个预期，只是基于人民币汇率稳定等其他因素，利率调整变得举棋不定。但最终，2004 年的 10 月 29 日还是迎来了 9 年后的第一次加息。

了解了利率的中长期趋势，那么股市资金方面的情况就等于有了一个大概的轮廓。尽管不是很详尽，更谈不上准确，但要知道，绝大部分投资者都不可能对此有精确定量的判断。因此，了解大多数人，特别是机构投资者对利率趋势的理解以及他们在投资行动上的取向，才可以真正把握股市起伏的大脉络。这种对大趋势把脉的功夫，需要长期的积累和不间断的修炼。

此外，除了对金融政策的把握外，对政策执行环境的把握也是有意义的。还拿前几次的连续降息来说。举国上下的老老少少都知道银行存钱利息少了，需要找更好的投资机会了，政府的官员们也自然不例外。但是，政府相关部门的行为由于各自的利益和效率问题，往往很难协调一致。于是，常常会出现水闸已经开启，可挖渠的还在“磨洋工”。当时，大量社会资金寻求投资机会，而股市几乎成为储蓄惟一的出逃之路，当时的新股发行还属于计划额度制，根本无法针对资金进行灵活的协调。于是，大量的资金推动股价稳步上扬，而赚钱效应吸引了更多的资金滚滚流入。如果投资者对此类情况有所预期，那么可以对降息之初的大牛市有更适当的把握。

有时，金融政策的本意可能是“甲”，到执行部门就可能歪曲成了“乙”，而相关部门之间的推脱扯皮，使实施过程中成了“丙”，而环境的变化和时间的推移，往往使最终结果成了“丁”。不同发展阶段，对于从政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府到市场之间的链条传递方式和速度，深入搞搞研究和细细揣摩一下，会很有收获的。

其实从另一个角度看，每一次金融政策的不匹配出台和不协调实施，都会给股市带来中短期的资金影响，而这些影响通常对大势的波动有很强的解释力。有时，这种解释您不信没关系，只要有大量的资金持有者相信，您不就知道该怎么办了吗?



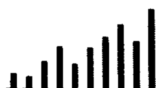
形象工程

痛并快乐着的ST、PT

在深沪股市投资，还必须对中国特色的东西有一些认识，最典型的就是ST、PT概念。

深沪交易所从某个角度看有些像两所学校，来自全国各地、成百上千的各色学生聚集在深沪两堂。每年他们都要参加期中、期末两次考试。学校明文规定，三年期末考试不及格的“差学生”，将被勒令退学。“好学生”自然让人感到欣慰，但“差学生”也更需爱护和关怀，为此，校长特地把一些淘气的坏孩子组成了一个“特别照顾班”，起了个别名叫“ST”。如果还是扶不起来的“阿斗”，则归结到“留校考察班”，命名为“PT”。倘若，还是不争气，学校实在无力挽救，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只好勒令退学了。

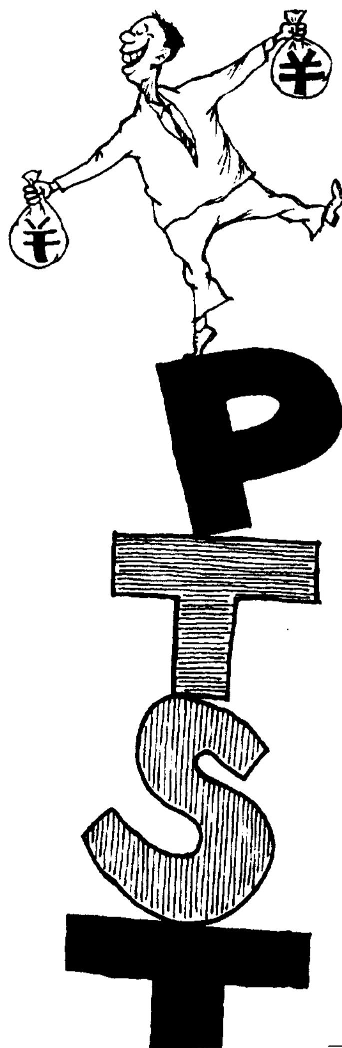
1998 年之前，深沪股市只有上市的前门，没有退市的后门，导致上市公司只要一上市就没了后顾之忧，也没有奋发图强的压力和危机感。制定此规则后，第一位被强制退学的是位“女”学生名叫“苏姗姗”（当时简称为“苏三山”，编号为 0518），该学生 1995、1996 两年考不过关后，1997 年期末斗胆“作弊”。虽然当时侥幸过关，但事后还是被揪了出来，所以次年只好休学回家了。从此，校规的严肃性和考场纪律的严明在市场中逐步建立起来，使得剩下的坏孩子们开始惶惶。

每年年末，这些面临期末考试可能“夭折”的学生让很多人头痛，家长急、老师急，懂事的学生心里也着急。于是乎，地方政府、母公司、集团公司、公司高管们，在年底前不得不为重组工作大忙特忙。有些是忙着“傍大款”，有些则忙着如何“作弊”,类似“代考”的更名卖壳重组也广为采用。这些事情后来逐渐成为股市里每年年底的保留曲目。

投资者，要么始终不掺和这些“ST、PT”的烦人事儿，如要掺和，最好对此类公司的地方政府、上级公司、公司管理层的脾气和心理有所研究。曾几何时，地方政府把对当地公司的“保牌”当作重点工作来抓，书记市长带头牵线找婆家，希望能嫁个好人家，上级母公司更是不惜血本，用优质好资产把烂资产置换出来。但是随着上市额度的取消，壳资源的贬值以及地方政府的态度转变，“ST”、“PT”股的重组规律也在不断改变。

要从根本上改造并救活一个企业，是需要相当时间的，重组之后新旧企业之间的各种磨合、企业文化的重组更是需要大量耐心细致的工作。据有关专家介绍，真正事后能健康发展的重组，国际上一般不足 25%。更何况，我们的 ST 公司中，有的当初就是“托关系”才进得股市这扇大门的，其本身连起码的资产负债比例都不够条件。上市以后，除了将股东们的资金挥霍殆尽外，别无成就。也有的 ST 公司，本身所处行业就属于结构调整的淘汰品，挂牌上市 3 年有余了，机制和观念还没有一样转变过来，“肾亏体虚”使得他们根本无法在市场经济的风浪中生存。这样的公司尽管可以既往不咎，但照章办事，趁早“下课”，可能是最好的结局。

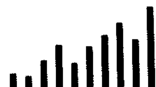
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高难动作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





所以说，对纯重组题材的炒作与投资，更适合于大资金玩家的参与，因为这种游戏中，玩家必须有对局势的控制能力，如果只是跟风，那么千万别再想着所谓的公司价值、资产评估等等，打探内幕和心理博弈显然比其他分析手段更管用。

总之，作为股市里的坏孩子，ST、PT公司们，痛并快乐着，如果，您作为一个个人投资者，也想与他们为伍，那么也需要事先做好“快乐并痛着”的思想准备。

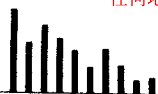
一方水土一方市场

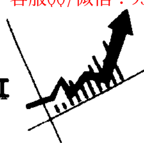
初级阶段的股票市场，最大的利益驱动就是企业圈钱。不信，有空翻阅一下前几年上市的招股说明书(特别是1996-1999年间的)，您会惊讶地发现，几乎个个都是宏伟蓝图，令人振奋。但最终的结果怎样呢？除了个别要么原本就是一场欺诈的例子外，剩下的不是“牛皮”，就是泡沫，真正做到实话实说的凤毛麟角。

大约是1996年之后，上市公司的招股说明书的格式得到显著规范，一开头都有一段关于公司发展规划的阐述。这段文字大多会简要介绍公司在未来几年内的打算和经营目标，其目的大概主要是让投资者更好地了解公司的未来，对公司的持续发展规划有一个感性的认识，以便充满信心地解囊投资。但是，公司精心描绘的宏伟蓝图真的都能有助于投资者客观地衡量公司的成长性吗？

许多宏伟蓝图在让投资者备受鼓舞的同时，想必也一定能让公司自己信心倍增，至于如何脚踏实地地去完成这些目标，公司似乎并不太为此发愁，不知真的是否成竹在胸。记得当年宏图高科(证券编号600122)曾在招股说明书中披露说，其1997年的主营业务收入为3.2亿元，利润总额4033万元。但在发展规划中赫然写到，“预计2000年，本公司主要产品的年销售额将超过100亿元、利税可达20亿元”。通过三年左右的时间，公司的主营业务收入和利润总额将分别增长几十倍，其成长性可谓极佳，豪言壮语令人叹服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





把这一目标分解一下可知，公司这两项指标在未来三年的平均年增长率大约为 200% 以上。这样高成长性的上市公司在 1997 年的年报中只能找到两家，它们是国嘉实业和中远发展，均是因资产重组才获得如此飞跃的，但是能够连年如此跳跃式发展的先例还尚未找到。不知公司在立下如此宏伟目标的时候，是否为如何实现而发过愁。再比如，1996 年的红光实业，当年上市当年巨额亏损，结果企业成了证券市场上的反面典型。可当时的发展规划中也同样不含糊地写到："本公司计划到 2000 年彩管产量达 250 万只，彩色玻壳产量达 500 万只，黑白显像管(含黑白玻壳)产量达 300 万只，实现销售收入 34 亿元、税后利润 3.4 亿元的目标，出口额达到 4000 万美元，总资产达到 46 亿元……"后来的调查发现，红光实业董事会在撰写发展规划时，早已心里有数，而且确实是煞费苦心、愁不堪言的，只是没有把这方面的心情在文字中表露出来。

当然这些例子只是非常个别的现象，但是公司发展规划中过多的豪言壮语，缺少从实际出发得出的依据，缺少让人信服的具体措施和方案，缺少实事求是的踏实作风，在当时则是普遍存在的情况。在这种大环境下，即便依据所谓有法律效应的文件(招股说明书属于有法律效应的公司文件)来分析研判，岂不是浪费时间和感情?

那么，该如何分析上市公司的言行，最基本的方法就是比较，纵向比、横向比都可以，反正不比不知道，一比常常吓人一跳。

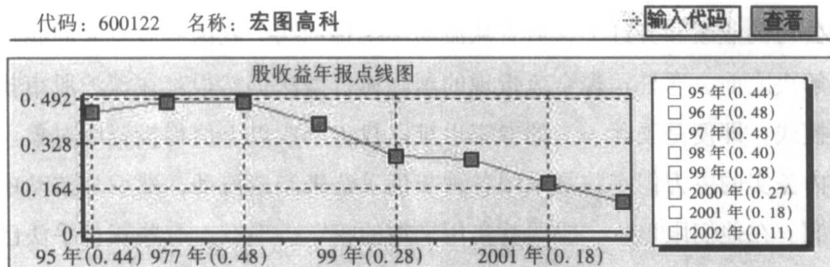
历史常常会向人们提示未来，因此，拿事先的例子来分析是有意义的。例如，1996 年时"红得发紫"的四川长虹，其 1994 年 3 月上市，当年主营收入 42 亿多元，净利润 7 亿多元，资产总计 31 亿元。到 1997 年底，上述三项指标分别为 156 亿元、26 亿元、167 亿元，三年累计增幅分别为 271%、271% 和 438%。公司规模三年翻两番，这种骄人业绩在同期上市公司中已经屈指可数。翻看一下长虹当时刊登的上市公告书，虽然报纸已经发黄，但字迹依然清晰。公司在上市之初提出的经营战略是"立足西南、挺进全国、走向世界"。再回头看看上文提到的宏图高科，其 1995 至 1997 年的销售收入分别是 2 亿元、3 亿元和 3.2 亿元，三年增长了 60%；实现利润分别是 0.34 亿元、0.39亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元和0.4亿元，三年的总增幅不到20%，且其此后的增长速度逐年下降。但公司愣在未来三年的规划中定下了利润总额平均每年增长200%多的目标。换而言之，如果公司的规划真的能够实现，长虹创造的奇迹将会是不再值得一提的小事，宏图高科的投资者也将会为自己获得的回报而欣喜若狂。但是，即使公司都有这样的雄心壮志，也有超凡脱俗的能力，但会有同样好的市场机遇吗？即便有好市场，其他家电业巨头会袖手旁观吗？

像宏图高科这样在发展规划中如此“大展宏图”的公司绝不只此一家，在1997－1999年中，公司计划在上市后的两三年内利润和规模翻上五六倍乃至十余倍的并不少见。果真这样，两三年后的深沪股市，股指恐怕真要冲上万点而不嫌高了。但结果怎样呢？当初，剥离上市、造假上市、吹牛上市所留下的泡沫和风险，最终在2001年的高点开始释放。

笔者也曾善意地认为，公司急需资金的心情可以理解，其立志宏图的决心也无可非议，但是，发展规划终归不应是仅让投资者看看的海市蜃楼；在大谈发展规划时，还期盼公司多几分务实的态度；希望上市公司看不准的事情不如不说，说不清的也不要表现得含情脉脉，让投资者不由得浮想联翩。我国的投资者大多为中小散户，分辨能力有限，请不要给他们太多的诱惑。但是，最终笔者发现，融资和投资，原本就是天生的“冤家”，再规范的股市也不可能彻底杜绝泡沫和欺诈。因此，作为投资者而言，只有擦亮自己的眼睛，多保留一分理性和冷静，不要被华丽的辞藻和惊人的数字所迷惑。公司掌握在别人的手里，钱则是自己的，对于那些看似前途无量但存在高风险的股票，投资者还需要多留个心眼儿。



*资料来源，金融街网站。

每股收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





尽管，随着市场的逐步规范，种种“吹牛不上税”的现象会有所收敛，但是上市公司的原始圈钱冲动是很难彻底改变的。因此，判断和分析公司公告的功夫，是值得修炼的。这种修炼必须与环境相结合，**在没有规范的市场中，千万不能什么都信，在规范了的市场中，也不能什么都不信。**

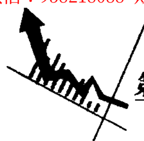


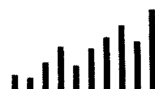
变得真快

赢利模式的创新

在股市中挣钱的“门道儿”不外乎两个，一是投资(或称投值)、二是投机。虽然从操作上不太好区分这两者，但理念上比较容易：前者是把希望寄托在公司的业绩和分红上，后者从波动中挖掘利润。就国有股流通问题得到妥善解决之前，靠公司现金流折现的国际通行做法仍然很难在深沪股市找到赢利模式，即便是国际一流的专家也难以找出两成以上值得投资的对象。所以国内务实的主力们多数是采用各种灰色手法来制造波动，然后从波动中赚取利润。在他们眼里，“股票就是用来炒的嘛”。现在，有些灰色手法已经被列在刑法条款上了，有些也失效了，按照“庄家”的术语讲就是，现在找不到赢利模式了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





其实，任何一个赢利模式的产生、运作、实现，必然有其理论的客观性、操作的可行性、获利的必然性。其赢利模式也一定是围绕着现阶段市场的核心功能而发掘出来的。一般而言，市场的核心功能有融资功能、投资功能、配置功能和价格发现。针对上述主要功能，形成了一系列成功的赢利模式。就目前我国深沪市场而言，在全流通实现以前，市场的主要功能表现为融资功能。至少在2000年之前，凡是成功投资、获利丰厚的赢利模式都是围绕融资功能这一核心实现的。

如果以2000年为分水岭，前一阶段市场中最著名的赢利模式是投资小盘股，并取得了辉煌的成功。那么，在此后的阶段中，该模式是否仍然还有效呢？市场的答案不那么肯定。回顾历史不难发现，在2000年之前，除了首次上市募集外，上市公司主要靠配股实现再融资，在配股价不变的情况下，配股数越大，融资额越多，而配股数的大小与总股本正相关，这就在客观上要求公司进行股本扩张。而且配股的高溢价还可以垫高非流通股股东的资产净值，可谓一举两得。因此机构大多喜欢在小盘股上做文章，只要保持其业绩具备配股资格，就可以反复圈钱、反复扩张、反复炒作。因此，我们经常会看到长线资金介入某小盘股，拉高，送股，接着就是高价配股，经过长期运作，获得了丰厚的利润。

但是2000年以后，人们发现情况变了。除配股外，市场还有另外一种融资方式——增发。增发的融资金额与增发数量和增发价有关，与总股本或股本扩张能力基本无关。增发方式的出现，使投资小盘股的赢利模式变成水中花，镜中月。首先，有别于第一阶段，融资金额大小与总股本不相关；其次，（绝大多数非流通股股东控股的）上市公司的这一愿望和流通股股东的利益和愿望在多数时间是不一致的。这导致公司更加珍视总股本规模，以便增加增发效率。于是，凡是质地优良，有股本扩张能力的个股都不选择送股了，而是纷纷采取增发模式，这一现象从根本上削减了小盘股的市场价值。

更值得重视的是，2004年以后证券市场的作用已经开始发生根本性的变化。除了特大的金融企业如四大国有银行外，几乎各行各业的龙头企业都已经进入资本市场，所以市场融资功能的高速扩张阶段正在接近尾声。在未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的几年内，投资功能将逐步为各方面所重视，例如，保险和社保资金的入市以及基金的快速发展，都使得证券市场的投资功能的地位日益得到提升。

当这个阶段开始后，能够真正带来投资收益的股票将逐步为市场所认同，那些靠送红股和配股游戏、圈股东钞票而玩大自己的股票可能会日渐成为配角。而且，如果市场开放做空机制，那么真正值得持有的只有那些现金分红的股票。这也是2004年初高现金分红股票走势相对强劲的一个潜在因素。

证券市场是一个在非理性和理性之间不停摇摆的市场，但整体投资行为具有理性的趋利特征。市场的主要功能在这种趋利性的作用下，就可以制造出一个阶段的种种赢利模式。

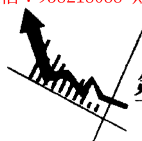
根子问题

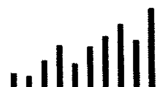
股市的发展，使得越来越多的人，对市场经济有了更加深刻的认识，同样，上市公司层出不穷的造假和欺诈案件，也使投资者对公司治理问题有了更多的了解。

所谓公司治理结构，有广义和狭义之分。广义的公司治理结构包括公司外部治理结构和内部治理结构。外部治理结构主要是指充分竞争性的资本市场、经营者(经理人)市场、产品与服务市场等；内部治理结构则主要指企业所有权在股东会、董事会与高级经理人员之间的制度安排。狭义的公司治理结构通常仅指公司内部治理结构，这也是投资者更多关注的问题。

有学者认为，公司外部治理结构是公司治理结构中最基本的成分，而内部治理结构则是派生的制度安排。之所以需要内部治理结构，是因为股东与经营者之间存在无法解决的信息不对称问题，而经营者又存在好逸恶劳的机会主义动机，外部治理结构的事后惩罚不足以约束这种动机。因此，需设计一套内部治理结构，执行一系列必要的事前监督办法。但是，若没有外部治理结构提供的间接控制和实施监督的充分信息，任何内部治理结构都不能单独奏效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





回顾历史发现，我们的股市并不是在市场经济充分发展之后建立的，公司内外部的相关治理结构无从谈起，相当多的公司在上市之后，并没有内外部的治理结构和制度安排来约束他们。企业家、经理人、资产代管人，都是在极其不成熟的环境中摸索前进的。“×××股份公司”、“董事会”、“监事会”等等，挂这些牌子并不需要多少时间，但真正建立起这些牌子所对应的企业制度和企业文化，则不是一朝一夕的事情，而企业是社会的细胞，我们整个社会的法制、文化、教育和政治体制，是否与市场经济相适应呢？这更是一个需要深思的问题。①

反观中国，两千多年的封建专制历史培养了根深蒂固的人治法律文化，这种文化告诉人们，国家是靠人来治理，法律仅仅是一种治人的工具和手段。在这种观念下，法律屈从于人的权威，因而建立起人们对于法律的信任和依赖将是一个非常艰难的过程。虽然几十年来特别在改革开放以后，我国在法制化进程以及法治文化的宣传和弘扬方面已经取得了很大进步，但仍处于法制建设的进程和完善之中，传统的烙印和影响在相当一段时间内还难以摆脱。在证券市场的人治文化使得监管很难实现真正的依法监管，“有法不依”、“执法不严”、“违法不究”等现象在相当一段时间里还相当普遍，具体表现在：

1. **法律没有获得其应有的社会地位**，没有成为人们心目中的权威，因而不能有效地起到威慑和遏制证券违法行为的作用。由于证券市场参与主体(包括个人和法人)法制观念普遍比较淡薄，不信任法律的功能，同时证券违法行为并不会引起社会或行业强烈的负面评价，也就是说违法的心理成本很小，这样人们就不太会去关注法律的颁布或变化，倾向于逃避法律的监管，甚至抱着侥幸心理公然违反法律，这就造成了市场秩序混乱，各种证券违法行为屡禁不止。
2. **部门利益和地方保护主义比较严重**，各种人为因素干扰甚至破坏了法

① 本小节内容摘编自深圳交易所总经理张育军的《中国证券市场监管能力和监管效率分析》一文，网址链接：http：//www.boraid.com/darticle3/list.asp id =6264

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律的执行和实施，使得监管无法落到实处。我国经济体制正处于转轨时期，固有的深层次矛盾和问题尚未完全解决，证券监管机构在执行法律时不仅难以得到相关政府部门的配合与协助，相反这些部门常常从部门利益或地方利益出发干扰监管执法。例如一些主管部门和地方政府在其所属的上市公司、证券公司出现违法违规问题时，过分强调地方或企业的困难、利益，或者通过其他渠道把问题想方设法压下去，阻止执法行动顺利进行。

3. **司法不独立，行政干预过多。**虽然我国的各部诉讼法都规定了司法机关依法独立办案的原则，但是司法系统至今仍未能与行政系统实现真正意义上的分离，司法机关的脖子上套的是行政机关的缰绳，因而从制度上无法保证司法运作的独立性。在现实中，法院审理案件时，特别是涉及政府部门利益的案件时，往往会受到政府部门或上级法院的干预，该追究的违法行为可能迫于上级主管部门的压力而不了了之，正常的司法审判行为因为外界因素的干扰而被扭曲。

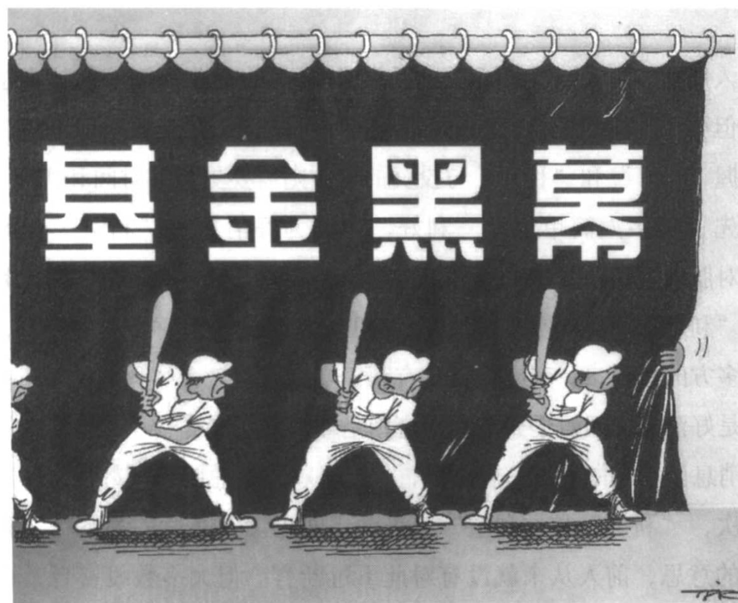
4. **证券法律实施的社会基础薄弱。**理论研究认为，真正能得到有效贯彻执行的法律，都具有比较深刻的社会基础、与通行的习惯惯例相一致或相近的规定。而一个只靠国家强制力才能贯彻下去的法律，即使理论上其再公正，也肯定会失败。和其他法律一样，我国证券市场的法律是西方同类法律移植的结果。“这些法律由于与中国人的习惯背离较大或没有系统的习惯惯例的辅助，不易甚至根本不为人们所接受，不能成为行为规范。这样的法律往往或至少在实施初期，并不能便利人们的行为，相反可能会使人们感到是在添麻烦，结果是国家制定法的普遍无效和无力。”

所以说，在整个民族、整个国家都还缺少整体法制环境和法制氛围的时候，企业内部的系统化制度安排又怎么可能一蹴而就？曾经广为关注的“59 岁现象”，以及后来因问题太多而被叫停的 MBO [①]改制，都是很现实的案例。

① MBO 为企业管理层收购的英文缩写，是指公司经理管理层向股东购买公司股权的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，法制也并非一定代表完美，严格的法制容易导致循规蹈矩，人治的文化具备更充分的灵活性，这也是东方文化相对于西方文化的优势。只是，在法制基础上建立更科学的人文环境大概是社会发展的总体趋势，没有法制基础的人治，仿佛有些“赤脚奔小康”的滑稽。



看谁揭黑幕

相对性与度的把握

高与低、对与错、好与坏，种种对立之间往往是存在模糊地带的，什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情过了头，都不会永远好下去，适度才是最好的。股票投资也是介于理性投资和非理性投机的一个中间地带。因此，如何把握好度的感觉，是修炼的核心。

利好与利空

初人股市，听到“利好”、“利空”之类的专业词汇，会让人感到一些神秘。但要不了多久，大部分投资者就会明白其字面的意思，不过，真正要学会把握“利好”和“利空”与投资的关系则需要更多的时间和实践。

首先，很多人简单地把“利好”理解为好消息，“利空”理解为坏消息，相对肤浅了些。任何消息的好与坏，是相对于特定人群的，没有针对性地泛泛讲“利好”和“利空”是没有意义的。“利好”又称作“利多”，本意是有利于多方的意思，“利空”就是有利于空方的消息，“利多”对于做多者而言自然是好消息，但对于做空者而言则是坏消息，同样，“利空”对于做空者就是好消息了。明白了这一层意思，您或许就不会总盼着利好出台了吧？

其次，“利好”和“利空”与涨跌之间也没有必然的关系，“利”只是有利于的意思，前人从来就没有对此下过断言。但大多数投资者，在潜意识里，总把利好与上涨联系在一起，而把利空与下跌联系在一起。其实，利好不一定就涨，利空也不一定跌，涨跌与消息之间是没有必然联系的，要视环境和情况而定。股市中还有一种说法叫“利空出尽为利好”，说的就是这层辩证的关系。

第三，有时尽管消息不可预期，但同样的消息在反复出现后，其强度会逐步递减。例如，1996年8月23日，央行实施第二次降息时，沪深股市在经过近4个月的大牛市后，正处在调整阶段，受此利好刺激，很快探底成功，恢复了信心，股指由此屡创新高。前两次降息，使股市随之步入了令人振奋的大牛市，股市的投资者人数快速增长，据统计，沪深两市的投资者人数由1995年底的1230万增加到了1996年底的2300万，一年之内翻了接近一番。但是，1998年7月1日，第五次降息后，边际效用明显递减。尽管股市出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了短暂的止跌反弹，但不久，依旧进入了加速下跌的黑色通道。

第四，就股市对各类消息的即期反映看，由于市场股价高度和预期程度的不同，既有低开走高，也有冲高回落，只是总体而言，底部区域的利好通常会引发股市上涨，而利空则被弱化，而顶部区域的利空常常会导致下跌，而利好则容易反应迟钝。当然，有时底部的利空会成为最后的一跌，而顶部的利好也会成为多头最后的疯狂。

第五，消息对股市的影响，通常是长短有别的。有些是短期影响，有些则会发生长期作用。有时消息的功效立竿见影，有时消息的作用潜移默化。因此，市场短期受到消息刺激后产生的兴奋过去后，还需要对消息的作用周期给予关注，如果是长期利空，那么，短线出现的止跌反弹可能是最好的离场机会。也有时，利空被市场当成利好炒作，但由于消息是长期的实质性利空，市场亢奋劲儿过去之后，又会回归熊市，这正所谓消息的滞后效应。

此外，消息通常不能孤立地看待，有些利好是针对事前不被人关注的利空出台的，这种时候，利好的作用就很局限了。例如，2003 年非典之后，政府对某些重灾行业进行了税收减免，这种利好是很实在的，但是这种减免只会减少企业因非典造成的损失，不可能因此反而出现盈利大增的局面，甚至，大部分企业获得的减免未必能够弥补其已经出现的亏损。



逗你玩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

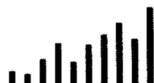
优势与劣势

“优股劣股，能带来赢利的才是好股”。但作为长期投资而言，这就未必是金科玉律。要知道，几年甚至几十年的长投资，其成功概率是与股票背后企业优劣密切相关的。试想，对于一个乡镇企业改制的上市公司和一个巨型国企的窗口上市公司哪个公司的股票更适合让人心平气和地捂上10年呢？至少在我国的转型期，这个问题是必须考虑的。

上市公司的背后，站的是巨人还是矮子，这对于企业的长期发展影响深远。例如，反观深沪股市首批退市的上市公司就可以发现，缺少有实力的大股东是一个相对明显的共性，倘若，渝钛白的第一大股东是中石化集团的话，其还会遭遇退市的命运吗？俗话说“大树底下好乘凉”，在关键的时候这一点格外体现得真切。除了大股东外，行业的发展前景和周期也是影响企业的中长期因素。企业在一个蒸蒸日上的行业，那赚起钱来就比炒股容易多了，但要是在一个竞争激烈且市场萎缩的行业，那可就遭遇悲惨世界了。不过，在行业的评判上存在更多的相对性，朝阳行业和夕阳行业是相对的，传统行业和高科技行业也是相对的概念。

我国现在仍处于经济结构的调整阶段，一些基础行业的困难较多，行业平均效益严重滑坡是不争的事实，原油加工、基础化工，特别是钢铁行业的大型国企平均效益不高，但这主要是长期以来各种历史沉积问题的暴露，并不是行业衰退所造成的，暂时的困难并不代表未来，更不决定具体企业的命运。拿钢铁行业为例，普通产品市场供大于求，激烈的竞争使得钢铁企业普遍效益不佳。这只是阶段性的现象，在新一轮经济启动的宏观背景下，基础设施建设迅速拉开，房地产成为新的经济增长点，这会直接刺激钢铁需求，这一点在2004年初已经表现出来。作为国家的支柱产业之一，大量的优惠政策是其发展的重要动力，1998年国家117项重点建设项目名单中，就有4项钢铁项目，14项铁路项目。虽然钢铁行业目前身处困境，但只是结构调整中的暂时低迷，有理由相信钢铁行业的明天会更美好。相比之下，历来效益不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



错的石化、化工行业就更让人充满信心了。

实际上，基础行业的国企大盘股在行业竞争中更具优势。众所周知，国企大盘股所代表的国有大中型企业，是我国国民经济的基石，是财政税收的重要来源。与中小企业相比，虽然灵活性和扩张能力有所欠佳，但凭借其雄厚的经济实力和规模效益，抵抗市场风险的能力要强得多。同时，在国家各种优惠政策的扶持下，势必更容易在竞争中取得优势，在企业兼并中处于强者的位置。特别是，国企大盘股在进行低成本扩张上广泛受到各级政府的支持和优惠，在资产重组、融资贷款等方面的有利地位更是普通中小企业所无法比拟的。那些被列为享受高退税和免税的企业中，哪类企业更多一些是不言而喻的。[1]

从投资的角度讲，投资股票就是投资未来，投资者要用发展的眼光寻找值得长期投资的企业。最困难的时候往往也就是希望的曙光即将降临的时候，这一点在各个行业股起伏的命运上常常是具有共性的。投资者在深入挖掘股票内在价值的时候，一方面要密切注意企业及其行业在竞争优劣势上的转换，另一方面，也需要关注市场中的投资者对行业和企业认识的主观观念的变化。把握客观世界与主观意识上的转换节奏，并踏准节拍的同步点，是一种难得的大智慧。

积极投资的尴尬

尽管在近百年来的投资实践中，无数股林高手总结出了种种以成功实践为基础的投资技巧、方法和理论，但指数基金的出现特别是上世纪最后二十多年的实践给人们带来了一个十分令人遗憾的结论，即：消极的指数基金[2]其投资业绩总体上好于积极投资型的基金，换而言之，投资专家们的各种努力

① 上述两段文字摘编自笔者在 1998 年 7 月 4 日所发表《怎样看待国企大盘股的投资价值》一文。时过境迁，在 2004 年看来，似乎又需要换个视角了，换个说法了。

② 指数基金是一种完全仿照指数样本构成来进行组合投资的基金，尽管是消极被动投资，但因成本低而可以基本保持与股指收益率接近。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很可能是一种徒劳。

指数基金在操作上一般选择一种股票指数，参照样本股的名单和市值比例购买全部或绝大部分样本股票，每一种证券购买的金额与该证券在指数中的权重保持一致，只是在必要的时候适当进行微调。这样，基金公司既不用养一大群分析师，也不用雇佣高级的操盘手，只要一两个人跟踪股指的调整，再进行少量的比较分析就可以了。指数基金以指数样本构建的投资组合进行长期投资，由于交易次数少、成本低，其业绩可以基本与指数表现一致。

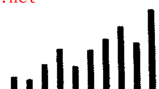
追溯指数基金的发源，恐怕要提及1974年诺贝尔经济学得主保罗·萨缪尔森发表的一篇名为“对判断的质疑”(Challenge to Judgment)的论文，他在此文中提出通过建立一种跟踪标准普尔500指数的投资组合向投资业挑战。受此启发，美国先锋集团的创始人约翰·博格尔就建议先锋集团创立以标准普尔500指数为目标而构建的指数基金。1976年5月，先锋基金管理公司发行了世界上第一支真正意义上的指数基金。但是，当时的人们并不太看好指数基金，直到80年代后期，指数基金才逐步流行起来，到90年代中期，指数基金的表现超过了九成的股票基金。

这个投资市场的事实，让众多的积极主动型投资人不得不感到有些灰心丧气。股市赚钱的多少与快慢，难道与努力无关吗？回答这个问题的关键在于交易成本。因为，积极型的投资策略往往伴随一定的交易成本(也包括人力的付出)，但是，投资策略所带来的超额收益如果不能够超过成本的增加，那么这种积极投资策略就是不实用的。很多研究计量经济和金融工程的专家就往往在研究中忽略这一点。

同样是由于交易成本的存在且高居不下(其中包括信息、诚信、法律等成本)，有些非常优秀和前卫的投资方法可能难以取得预期的收益，甚至会导致惨痛的损失。比如，合同的有效执行费用、欺诈的诉讼成本、公司信息的虚假等等，都会制约许多建立在理想假设上的投资模型失效。**如果，您想采取积极的投资策略，**那么首先应该牢记从**交易的实际成本作为出发点。**

当然，积极投资者也不必太过悲观，从相对性的角度看，只要您的努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



力，能够使您在扣除成本后显著超出其他积极投资者的平均水平，作为个体而言，还是有一定意义的。

早起的虫儿被鸟吃

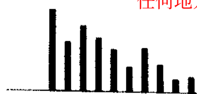
这两年(2003－2004年)，北京市的交通拥挤几乎成了社会“公害”。为此，人们也总结出不少减少堵塞、加快通行速度的经验。一次，有位颇有心得的出租车司机就给笔者传授了两条高招儿。其一是“不怕慢，就怕站”，其二是“不走大路走小路”。原因也很简单，一遇上堵车，时常半小时挪不动几米，而绕个远，半小时可以跑30多公里没问题，所以宁可走慢些但通畅的路，也不要走已经或注定要堵塞的路线。同样，大路(通常指北京的二三环主路)在高峰时堵得很厉害，而有红绿灯的小路则通常可以有条不紊地通行。

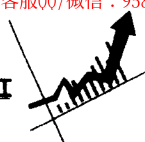
股市投资，谁都希望赢利的速度越快越好，但在赢利策略的选择上，和交通路线的选择上有类似的道理。很多投资者，认为一年赚10%很容易，因此不愿意把10%作为目标，而常常去选择20%甚至30%、50%作为目标，针对这样的目标，他们就必须选择相应的高风险的策略，但高风险策略的成功概率就会偏低一些，不容易保持稳定的获利。“龟兔赛跑”的寓言故事几乎家喻户晓，所以不妨以“兔子策略”来比喻那些追求速度但忽视稳健增长的策略，以“乌龟策略”来比喻那些追求稳定的收益而放弃高风险和高收益的策略。

我们假设兔子和乌龟进行一个5年周期的投资比赛，数据如下表。从表面看，兔子策略的战绩相当不错，牛市里的收益率都在20%以上，熊市里仅亏损10%，而且算术平均的收益率也与乌龟策略一样，但实际的累积却反而不如乌龟策略。如果年头再长些，结果则更加明显。

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	算术平均	累积收益率
兔子策略	20%	－10%	25%	－10%	25%	10%	52%
乌龟策略	10%	8%	11%	9%	12%	10%	61%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





这个结果的背后自然是“复利”在作怪，尽管很多理性的人都知道这一点，但在主观和心理上仍然倾向于选择“兔子策略”。因此，在选择投资策略时，必须多考虑些策略赢利的稳定性，而不要仅仅被某些可能的高收益所诱惑。在很多投资人眼中实现每年10%的收益率是比较容易的，只要能够坚持下来，其实就已经是不凡的成绩了，而且累计收益率可以实打实地超过那些收益率大起大落的兔子型投资者。

欲速则不达，这句成语精辟地总结了这个普遍的规律，关键是很多投资者管不住自己对赢利速度和赢利比例的追求，过分地偏爱对这类刺激的满足感。这或许是人类的本性，不信，看看人类社会走过的历史就会发现，多数情况下社会不是一步一个脚印地发展的，而是处在超速行驶的状态，因此，常常会出现各种反复，并绕来绕去多走了不少弯路。再从博弈的角度看，您越着急，您的对手就越容易利用您的疏漏，如果庄家们都知道早起的鸟儿有虫吃，那么股市里的小虫儿何不抽空睡睡懒觉呢？赚钱的事情急不得，而要慢慢来嘛。

辩说高低

股市投资中，最难把握的相对性，就是股价的高与低。面对红红绿绿的K线图，回首一望，顶部与底部是如此的分明。但是，身在其中的时候，却往往分不清高低。

笔者曾经和一位从未炒过股票的朋友聊起股票。“不就是低买高卖嘛，容易！”这就是这位朋友的结论，于是有了下面的对话。

“如果您在一只股票10元钱时买入，5天后涨到了11元，您怎么办呢？”

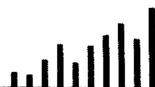
“当然卖掉啦，一周赚10%还不够？”

“可是，此后每周都涨了1元，您还追进去吗？”

“不追！”

“这不损失了大好的机会？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“炒股不能贪嘛。”

“那好，如果这股过了一段时间又跌回了 10 元，您会买入回来吗？”

“当然可以啦”

“可是一周以后跌到了 9 元，怎么办呢？”

“再买一些嘛。”

“可是一周以后又跌到了 8 元，怎么办呢？”

“再买一些。”

“可您追加资金后又跌到了 7 元，咋办呢？如果 7 元您还买入后，又跌到 5 元呢？这时您还有钱不断买入吗？”

“……”

“最后这股跌到了 3 元才见底啊！”

“咳！早知道，不着急买了，等这个时候再买入不就行了。”

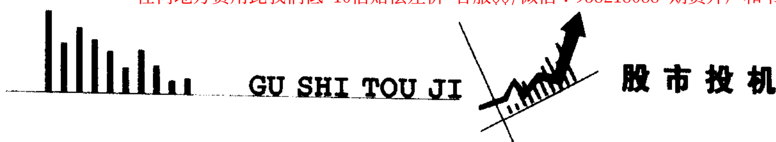
“这就叫马后炮啊！”

也许上述对话有些叫劲儿，或许可以说有些欺负“新手”，但现实中从 10 元跌到 3 元的个股可并不难找啊。很多人在判断价格高低时，都会不自觉地假设一个股票的价格中枢，一旦低于这个价格中枢就认为可以买入了。这还不是最大的问题，真正糟糕的是，很多人往往把此前操作过的历史价位作为自己心理上的价格中枢来进行定位。这种心理上的主观定位方式是问题的关键所在。要知道，不论是该股的庄家，还是其他投资者，都不会以您买卖过的价位作为低点或高点。股票的中枢价格是随着很多因素不断变化的，投资者对与自己相关的历史价位的这种“情节”是不利于客观分析价位高低的，是需要在不断修炼中加以矫正的。

当然，长期观察的历史价格并非没有参考价值，至少，历史的低点是相对安全的区域，历史高点则是相对危险的点位，只要不是公司基本面等因素出现巨大变化，那么这些点位还是有一定影响力的，因为这些价格对所有持股人的心理都会有作用。而自己曾经成功操作的价位，自己清楚就行了，千万别假设别人会考虑到这个价位上有您在等待着买入或卖出。

最典型的例子就是，很多初入市场的投资者，常常会将自己的买入成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（甚至加上手续费）牢牢记在心里，并以此作为卖出的标准线，即只要股价高出自己的成本，那么就比较倾向于卖出，而一旦股价低于自己的成本价后，就期盼股价可以反弹到自己的成本价，才肯抛出。对于有这种不良习惯的投资者，建议不时提醒一下自己："庄家怎么会知道我买入的价位呢？就算知道，他会有意让股价反弹到我解套的价位吗？"显然，答案都是否定的。

贵在中庸

凡事适可而止，量力而行，不偏不倚，这是儒家的中庸之道。偶然与股市相联系就会发现，它可堪称投资股市的一条基本原则。

在股市里"混"的前辈们常提到一种操作思路，可概括为"炒股让出两头，只吃中间"，这与中庸之道不谋而合。行情下跌时，谁也看不清底在何方，等到底部确认了，抄底的机会也就失去了。不过，所放弃的这部分底部利润，可以避免熊市中屡买屡套的命运。同样，行情几波扬升之后，无人再敢言顶，但心里越来越不踏实，等到头部确认了，最高点逃顶的计划自然也就落空了。尽管舍弃了最后一段本已到手的收益，但同时也能防止牛市中过早离场的懊悔。

同样，在对股市的分析预测上，中庸之道也是长盛不衰的法宝。例如有些"智者"过早地提出大势反转的预测，可没人理会，又得不到市场的响应，这样的股评家往往吃力不讨好。不久，赞同"智者"的人们日渐增多，企盼反转的呼声渐渐高涨，而就在即将发生质变的前夜，有人站出来高声地喊上两句，甚至只是简单重复一下先知先觉者们的论点，常常不幸言中，市场应声而变，结果被世人称赞为"神机妙算"的大师。因此，对市场的研判最好也中庸一些，跟在先知先觉者的后面，又在人云亦云之前，这容易出现恰到好处的预测效果。

其实，中庸之道之所以可以在股市里运用，这与市场的运动规律是密切联系的。每一次的市场反转，都需要一个由量变到质变的积累过程。由于市场运动有相当大的惯性，因此，刚刚开始的量变并不能扭转市场的原有趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势，只有通过慢慢积累，多空力量对比发生根本性转变后，市场才会终止原先的趋势，开拓新的方向。

在股市这个没有硝烟的战场上，冲在最前面的和落在最后面的往往容易先倒下，而在第二、第三方阵里的中庸之士可能既有机会分享战利品，又有较大的概率每每在枪林弹雨中幸存。

中庸之道是处理相对性问题的一种思路，并很顺理成章地可以演变出种种相对应的有效方法，例如“弃两头、吃中间”、“举棋不定就先操作一半”等等，这里不再一一列举。除了中庸之外，有时甚至反应迟钝一些或干脆选择落后一些的方式，反而在现实中更加有效。通讯领域就有这样一个经典的案例：美国摩托罗拉公司参与并投资的铱星系统，曾经代表着全球移动通讯的最先进技术和方向，但公司成立没几年就倒闭了，而一度被判定为技术落后、毫无前途可言的“小灵通”却从 2003 年起在我国的各大城市热销起来，着实让众多搞技术出身的电信大腕们跌破眼镜。这或许就是市场的魅力所在吧。

利益之驱动

研判上市公司以及庄家、基金、券商的行为规律，对中小投资者而言是相当重要的，类似研判企业行为、政府行为的规律，对于机构投资者而言，也同样是必不可少的。2003 年起，上市公司逐渐开始关注加强股东利益关系的管理和维护，这一想象说明，对于股市中利益关系的分析判断，正在逐渐得到重视。利益驱动机制，是股市运动规律的一个根本，因此，分析参与各方的利益驱动及反应行为也就成了大资金投资者特别需要重点修炼的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁是“爷”谁说了算

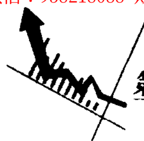
每次市场进入熊市，不仅有些上市不久的新股跌破发行价，更有些正在实施配股的公司，其股价一度掉在了配股价以下，这一现象在以往的深沪股市中时有发生，着实让不少投资者惊诧，让筹资的上市公司难堪，更让承销商捏一把汗。即便如此，配股价总是能定得很高，这是为什么呢？

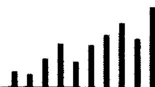
回首深沪股市成长的过程，总体上一直属于一个供不应求的卖方市场。因此，不论是上市公司发行的新股、配股还是增发的额度，都是皇帝的女儿，不愁没人要。“物以稀为贵”使得上市公司成了市场中的主宰，于是投资者自然只有唯命是从，至于这增发和配股价的高低，就只有顺了上市公司的意思。

同时，由于市场建立的时间不长，有待规范的地方很多，筹资者不但容易逃避原本就不够严密的监管，更缺少来自市场选择的压力。于是，合理、有效地利用宝贵的募集资金对有些不自觉的公司来讲就成为一句空话，股民的投资也就会成为一种不必偿还的无息贷款。这观念一传十，十传百，股市也就会变成了企业圈钱的场所，股民的投资也就成了上市公司争抢的免费午餐。这种“免费午餐效应”同样是一种正反馈，不吃白不吃，白吃谁不吃？所以只要还有钱可圈，就会有上市公司不遗余力者。这就是监管缺位下的上市公司利益驱动机制。

上市公司圈钱可谓从不心软，投资者既然买了这股票，又被套住了，就只能是任人摆布的“孙子”，挤出生活费也要交上去参加配股，支持公司的发展，否则就得眼睁睁地看着自己的股价被打折，财富被蒸发。倘若市价跌破了配股价，股民就会主动不少，至少不必被迫配股了。当然，上市公司也有自己的苦衷：由于我国上市公司的股本结构中，国家股和法人股占较大比重，而这些大股东几乎都难以筹措巨额现金参与配股。有的拿出各种有形、无形的资产“充数”，有的实在没办法，只能放弃，这也是不得已而为之。大股东无力掏出足额的现金，担当起应负的重任，而项目上马的资金又不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





留下太大的缺口，于是提高配股价，让“孙子们”多孝敬点儿，这也成了“情有可缘”，谁让在确定配股价的大会上，大股东是“爷”，小股民是“孙子”呢？

后来，机构投资者的发展，特别是基金的壮大，使得上市公司不得不对流通股股东有所敬畏。典型的案例是2003年底的招商银行发债事件。2003年8月26日，招商银行(600036)在公布中报的同时，公司董事会提出发债不超过100亿元，不久就遭到了众多流通股股东的反对，特别是基金公司，他们借助舆论力量对招商银行“炮轰”。2003年10月15日，招商银行临时股东大会上，招商银行的代表与众多基金代表唇枪舌剑，虽然招商银行以股权优势取得了暂时的胜利，但众家基金机构会后发表了《部分流通股股东关于对招商银行股东大会通过发债议案的联合声明》，并对可转债议案最终获得股东大会通过深表遗憾。由此，招商银行成了有再融资意向的上市公司的反面教材，“我们和招行不一样”一时成了发可转债上市公司游说基金公司时的第一句话。

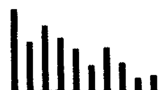
从11月19日开始，招行行长马蔚华不得不亲自出面调停，他以招商银行总裁的身份依次拜访了上海、北京和深圳三地的基金公司。要知道，此前马蔚华可是公认的强势人物，在平时，基金经理们想和他谋面，可没那么容易，但现在却不得不屈尊到各基金公司登门拜访了。此事后来以次级债券的方式，为各自找到了台阶。[①]

表面看，这只是一次招行融资之争，但提出的问题却是证券市场的制度问题、整体问题和根本问题。对于投资者而言，这一事件说明，上市公司已经不再能为所欲为了，投资基金已经对公司治理结构产生了一定的影响，以后在分析上市公司决策时，也需要适当加入基金的利益因素了。例如浦发银行在提出发债计划前夕，就和承销商一起走访了北京、上海、深圳的10多家持有浦发股票的基金公司；万科在推出可转债计划前夕，其董事长王石也亲自拜访了深圳、上海、北京等地约30只基金。

---

① 有关招商银行转债风波的报道请参见：http://202.84.17.28/csnews/gszt_zsyh.htm(2004-3-27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





总之，谁是“爷”谁说了算，这就是市场的法则。

众所周知，在普通商品市场中，我国已进入了买方市场阶段。充足而丰富的商品使得厂家和商家的竞争日益激烈，这促使了厂家纷纷注重起品牌效应和质量的承诺。于是，被“伪劣假冒”坑苦了的消费者，才有了“3·15”这样的节日，也才有机会挺直了腰杆儿，当回“上帝”。投资者是上市公司的老板，难到还不如公司的普通客户吗?

买方市场是成熟市场的一种特征。但在股市这个新兴的特殊市场中，投资者目前仍然缺少选择的机会和能力，股票的供给方占据着绝对的主动，因此各方的位置也很难摆正，这是年轻市场特别是“计划性”市场需要经历的曲折。不过，随着市场规模的扩大，投资队伍的机构化，投资理念的成熟化，股票市场出现买方市场现象是必然的趋势。与普通商品市场的情况类似，只有在规范的买方市场里，掏钱的才能真正成为“上帝”，筹资者也才会为“讨好上帝”而勤勉敬业，回报股东。如果有一天，投资者能像消费者一样，感到了当上帝的滋味，同时上市公司也能诚信地对待这些“上帝”，那么股市也就真正步入了成熟。

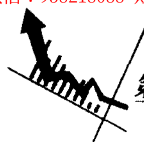
股市必须新陈代谢

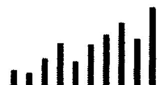
股市作为社会的融资场所，并非是一种无限资源，而是一种十分宝贵的有限资源，在开发利用的同时，必须考虑对资源的保护和合理利用，这样才能符合可持续发展的宏观战略，否则很可能会出现竭泽而渔、杀鸡取卵的结局。

严把公司的上市关早已引起了方方面面的关注和思考，把好“摘牌关”也是同等重要的，只有及时地把各色垃圾从证券市场中清除出去，才能保障市场的健康发展。不然，原本生机勃勃的证券市场早晚会被各种垃圾所充斥，而且还可能会反过来向无辜的人们发起报复。这恐怕与保护自然环境不受污染、不遭破坏是同样的道理。

对于企业来讲，只要借钱可以不还，各行各业的公司无不削尖了脑袋想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





往股市里钻。为此，虚增利润、编制假报表的违规事件屡禁不止。其实，企业上市未必一定会成为好事，更不能认为上市募集资金是解决困境企业的万能良药。反观一些欺诈上市的企业，在圈(更应该说是骗)到了大笔资金后，又怎样了呢？不是最终也没能扭转走向衰败的命运吗？相反，它们的上市只会浪费更多的社会资源，只会为蛀虫提供更多的挥霍资本，只会把原本已经不小的黑窟窿捅得更大。

证券市场对于企业而言，与其把它看作是救命稻草，不如认为是一种催化剂，因为它给企业带来的是机遇和压力，它会让好企业发展更快、更大，同时也会让无能的企业溃烂得更快、更深。如果说，负责上市的把关人没有做到百密不疏，那么负责“停牌、摘牌”的清道夫，就应该尽早把一些已经成了垃圾的股票扫地出门。这样的企业在证券市场上多待一天，就会带来更多的负面影响，多浪费一份有限的社会资源。再贪吃，也需要一个新陈代谢的机制，以保证排除垃圾、吸纳精华、繁衍发展。只进不出，无疑是违背自然规律的，也是违背经济规律的做法。股市是个有生命、有感情的市场，它也需要除垢迎新、需要新陈代谢。

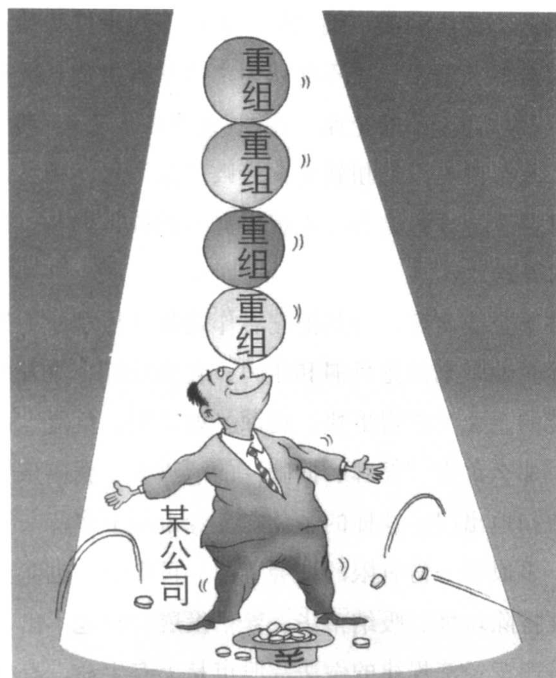
随着这些理念逐步为市场接受，上市公司的壳也就越来越走向贬值。地方政府逐渐淡出了对面临摘牌公司的强力干涉，于是资产重组的过程中越来越多地回归到市场原则。如果退市对于大股东们已经是可以接受的事情，那么，中小投资者又何必还抱着 PT 股做“白日梦”呢？

股市中，在上市、融资、股东、管理层、政府之间的利益格局总在不断地变化，这会对股票的价值判断和企业的发展方向产生深远的影响，因此需要投资者的投资思维也及时发生相应的转变，倘若您跟不上这种变化，那只有多掏学费了。

利益不等式

在 1998 年初，笔者对当时全部有 A 股挂牌的 750 家上市公司的管理层持股数据进行的统计发现，上市公司管理层持股比重最大的前 50 家公司和持股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重组高手

市值最大的前50家，其业绩水平显著超出了市场的平均水平。如果说单凭1997年年报的数据多少带有点儿偶然性的话，那么将此前三年平均数据计算出来的结果更是显著相关，即管理层持股越多，公司业绩就可能越有保障。

上市公司高层管理人员是公司宝塔上的核心人物，但不是不食人间烟火的神仙，把他们的个人利益与公司的效益紧紧捆绑再一起，风险共担，是有利于公司持续稳定发展的。这个道理并不复杂，多数人已经认同这个道理。上市公司高层管理人员适当持有本公司股票有利于企业的发展，在与公司风雨同舟、共同成长的过程中，个人也可得到丰厚的回报，这是符合大众利益的。

管理层要与股东之间“一条心”，同样，大股东与中小股东之间也应该是“一条心”，否则公司同样可能没有前途。有些上市公司配股时，把投资项目说得比“倒白面儿”还赚钱，可是大股东自己却首先选择放弃配股，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的情况，又叫中小股东如何敢于安心长期投资呢?

通常，人们只认识到短线投资的风险，其实长期投资蓝筹绩优公司，同样是高风险的。只是风险主要集中在前期选股阶段，倘若您长期投资的公司中，大股东专门欺诈小股东的收益大于认真搞企业，那么普通投资者怎会有好结果呢？“人为财死，鸟为食亡”这句俗语虽然片面了一些，但不是没有道理。

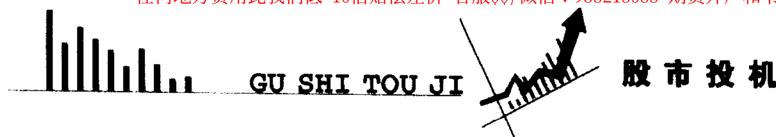
另一方面，在股市和实业投资上也存在利益比较问题。当股市投资的收益率远远超过实业投资时，就会有大量资金从实业转入股市，这就形成了牛市对于实业经济的挤出效应。牛市的赚钱效应，通常会吸引许多上市公司的注意力，有些公司在筹集了巨额资金之后，改变投向，转而投入到证券市场中，譬如所谓的委托理财等等，或干脆自己上阵，这样就形成了泡沫。

总之，当违反公平交易原则所获得的收益远远大于所遭受的惩罚时，或者说是被惩罚的概率很小的时候，也自然会有越来越多的人趋向违规炒作。**虽然“水至清而无鱼”，但“水至混亦无鱼”，在市场环境下“轻罚就是变相鼓励”。而对违规者的同情和纵容，就是对守规者的嘲笑和利诱。**深沪股市在建设初期，难免法规不到位，执法不到位，这使得违反公平交易原则的行为比比皆是，在这种氛围中投资更需要时刻关注利益不等式的关系不变化，当不等号发生转变的时候千万要及时浪子回头，或许还有既往不咎的机会，否则其结果就很可能是彻底出局。股市早期叱咤风云的人物中，成为“两院院士”的(这里戏指被送往医院和法院的人)决非屈指可数。面对利益不等式的诱惑，能够保持清醒、坚持原则，这道理谁都懂，剩下的问题就是从一点一滴开始修炼了。

诚信的价值

对于2004年初的西安彩票造假案，很多老股民可能会不以为然，因为与股市里的造假相比，似乎有些雕虫小技。当整个社会经过造假时代的洗礼后，对诚信的意义才有了更加深刻的认识。2002年前后，曾有专家计算得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出，我国一年中，由于不诚信所增加的社会交易成本大约在2500亿元，选择有诚信的公司，至少可以降低交易的成本，这已经为社会所共识。

在市场经济中，诚信必须是有价值的，至少可以节约交易的成本，否则，诚信将没有必要普遍存在，充其量只能当作部分信徒追求的理想境界。但诚信已经不是一个单纯的经济问题，而是一个与历史、文化、政治都密切相关的社会问题。回顾历史，在为国企脱困而进行大肆包装上市的年代里，所谓分拆上市的做法就可以说是有违诚信原则的。夸张些讲，只要可以拆分，一个国企中哪怕只有其厂办厕所因收费而盈利的话，也能将厕所包装上市了？在这种大氛围下，上市公司、投资银行、监管审批者，这些环节的诚信自然就显得缺乏基础了。如果有机会再研究一些股评家和所谓经济学家的案例，就更容易理解，诚信与利益较量的时候是怎样一种情形了。记得2001年6月开始暴跌不久，就有人跳出来“炮轰”吴敬琏先生的赌场论，说全流通是空前灾难，同时更不惜对看空者搞近乎人身攻击的批判，难道这些人不知道市场的泡沫有多大？利益使然。当时情况太紧急，好多人都来不及出，于是才会气急败坏地跳出来打嘴仗。当然，举这个例子不是针对这些人，而只为了说明**绝大部分舆论都是为利益集团服务的，关键看说话者和哪个利益集团的屁股坐在了同一个方向**。很多题材，在高位的时候被称为重大利空，而在低位的时候就会被称为空前利好。不知全流通问题的结果如何，但想必在1000点的时候，就会有人站出来说，只有全流通才是中国股市的出路，而且，哪个股传言要试点全流通，哪个股票就会蹿蹿。当您看到这里的时候，或许这些已经成为市场现实了。①

值得庆幸的是，基金、保险资金和大型国企入市后，机构投资者对保护投资者利益的呼声远远要比中小散户来的管用。尽管，投资者结构的根本改变推动了2001年的股市大整顿，但从长远看，机构投资者的发展将会平衡市场投融资双方的地位和力量，对建立市场诚信秩序有十分积极的作用。从2003年开始，一些上市公司设立专人或部门来协调相关股东的利益关系，这

① 此段写于2002年底，在2004年初，就有资金借助一些公司提出国有股减持方案而进行炒作了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

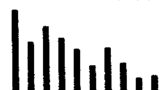


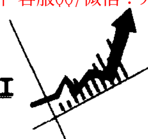




数字游戏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





些现象已经反映出诚信在市场中的分量正在逐步加重。如何准确分析和判断市场各方的利益驱动关系和演变规律及方向，这种修炼作为长线投资者是尤为重要的。

公司必然会走向诚信，同样，投资者对市场、对自己也要讲诚信。要诚信地对待自己的承诺，做到不自欺欺人，这是做人的一项基本修炼，更是作为职业投资者所必须的，正所谓“心正而股挣”。

信息的成本



当今社会正在进入信息时代的观点已经毋庸置疑，人们已经绝对不再担心缺少信息，而是信息泛滥，以至于搜寻和筛选信息的成本大增。假如有一份报纸，名曰《大千世界日报》，这份报纸可以详细记录在地球上当天发生的任何一件事情：如埃塞俄比亚乡村的一头牛疯了、布什在办公室里与经济顾问谈话的全部内容、我国江西山沟沟里的小煤窑出现生产事故的始末、陕西一农民实现今年玉米增产 1000 公斤、黑龙江某偏僻农场里五只鸡死于禽流感、广州某少年在网吧的月消费达到 500 元等等……事实上，不可能有这样的报纸，也不能出现有能力正确处理这些信息的超级计算机。即使有这样的信息传播媒介和信息处理工具，对于所有这些事件的内在逻辑和非逻辑关系的分析，也超乎人力所能为。而事实上，这些信息都可能直接、间接地对股票市场及其投资者产生影响。可见，获得信息的收益和获取信息的成本之间存在着一个平衡点。也就是说，投资者不应该无限制深入地挖掘信息，而应该根据收益率与成本的关系找到一个比较适合的挖掘深度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息线团越理越乱

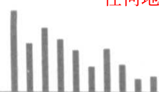
信息出现的随机性和不可预期性是股票价格随机性的根源。我们有必要对这一过程再作展开：信息的随机性首先影响的是股票的价值，即信息的披露能够改变投资者对公司未来盈余和未来股利支付能力的预期，股票价值的变化通常会引起股价的变动。这里我们有必要划分两类信息：系统信息和非系统信息。系统信息是指那些能对所有上市公司产生影响的信息，如宏观经济政策信息等，系统信息造成了股市的系统风险。非系统信息是指仅仅影响个别上市公司的信息，如会计信息等，非系统信息就造成了股票的非系统风险。**信息的出现和影响往往是不可预期的，这就产生了风险。**

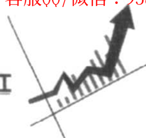
传统的投资理论认为股市的长期趋势有深刻的经济原因，而短期不规则涨落的原因则取决于随机因素。其实，长期的因素也是随机发生的，只是一种慢周期的随机而已。由于人们的反应和分析速度可以跟上慢周期的随机因素，因而可以进行模型设计和原因推测。而面对快周期的随机信息，人们来不及反应，在没有分析清楚之前，新的快周期信息又接踵而来了，所以干脆不单独地分析这些快周期信息，而只是从整体上去把握其概率特性了。

上世纪 60 年代以来，越来越多的人从根本上认识到了市场和世界的随机本性，导致长期以来关于自然界中确定性的作用和随机性起源的观念从根基上发生了动摇。有些系统，特别是些非常复杂、类似随机的系统，如股市，无法根据给定的初始条件确定系统将来的状态，于是就把这种行为称为混沌。如果股市的不规则波动被证明是属于混沌现象，那么相当部分的传统经济理论中关于股市现象的研究方法就可能被证明为“马后炮”了。

投资行为和市场信息在许多方面都是混沌的，买和卖，好和坏，空和多，这些对立的因素，总在不停的转换之中，投资者对待风险和期望收益的态度也是随情绪波动的。市场参与者之间的相互作用，市场信息对证券价格的影响，以及价格信息反过来对价格的反作用都是不确定的。总之，信息的分析和研究类似一种理线团的工作，一大团乱线团，要理清全部几乎是不可

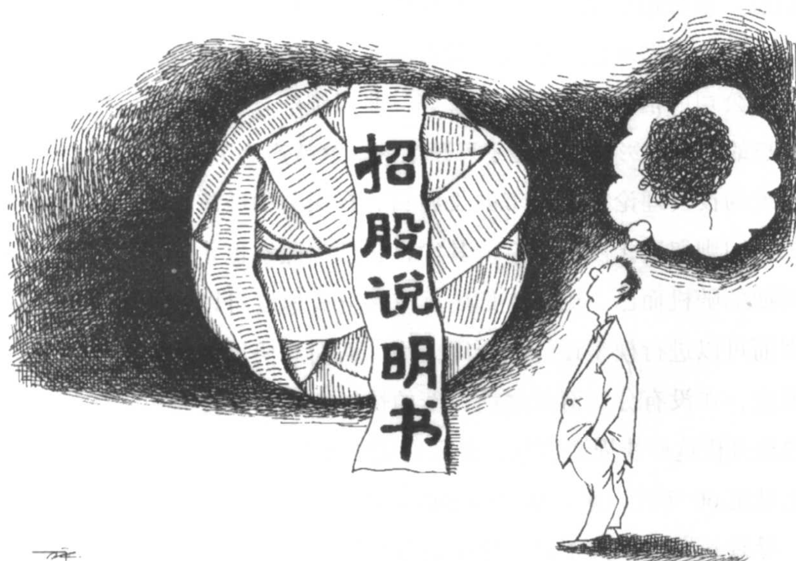
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





能的。如果只需要其中一段线，那么只理出需要的那一段，就可以了。

即便如此，信息分析还是有意义的，有时不在于推测信息本身的真假，而在于该消息对市场的作用，以及后续可能继续出台的信息。有时，假信息当真事来炒，而有时，真信息却没人捧场。因此，**关注信息的作用比信息本身的真伪更有操作意义**。不论是庄家，还是个人投资者，除了关注大势及相关信息外，只对重点个股的信息进行关注就可以了。但如何利用这些信息为自己所用，而不是被信息的制造者所利用，是需要反复锤炼的。



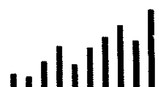
不知所云

善待谣言与消息

每到年报出台之际，投资者不免都会“猜猜谜语”，“这公司盈利几毛？那公司收益几分？”特别是那些出现重大亏损和连续亏损的公司，更让投资者忐忑不安，寝食不宁。这些公司的年报就像埋在投资路上的地雷，常常让投资者有如履薄冰之感。

最让投资大众不服气的是，这些对投资决策十分重要的消息在披露过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中严重滞后，并导致信息的极不对称。比如，往年亏损公司的年报一般都要拖到四月底才不得不鱼目混珠地蜂拥而出，这导致内幕人士和机构大户有了充分的时间来了解公司的业绩并做出响应和对策。有一年就因此发生过一个让人啼笑皆非的故事。某亏损公司在年报披露之前，其“劣绩”在当地早已是无人不知、无人不晓，然而市场中相当部分的异地投资者却还蒙在鼓里，并被庄家编造出来的扭亏题材煽动得热血沸腾。如此低下的信息传播效率，又怎能让当时的投资大众树立投资理念，摒弃投机心理呢？后来随着信息披露密度的提高，情况有所改观，上市公司被要求尽早“坦白、自首”，做业绩预告。虽然不能保证每家公司都尽职尽责，但至少算是法规要求的一项义务了。

翻开上市公司刊登的××公告书和××年度报告，无一例外都会在显著位置，用醒目的字体例示一项“重要提示”，内容大多相同，例如：“公司对以下刊出资料的真实性、准确性负责，以下资料如有不实和遗漏之处，本公司当负责由此产生的一切责任。”如此严肃认真而又铿锵有力的言辞，又被放在特别强调的首要位置，投资者还有什么理由不信任这些似乎永远吸不够“奶”的孩子呢？可是，偏偏就有一次，新股上市当日，证券媒体上有该公司不惜重金做下的整版彩色广告，报纸的头版还列有“××××有可能成为新指标股”的阅读提示。还没上市就被捧为指标股的这家公司，上市当日自然风光无限，可是次日，一则小得可怜的更正公告却告诉大家，上市公告书中的预测利润数据登错了，没上市公告书上写得那么高。于是股价大幅回落，首日购入的投资者几乎全线被套。幸好，数字的偏差不大，只夸张了约13%左右，倘若是小数点儿点错了位置，那被套的投资者岂不只有把牢底坐穿了？不过事情总是无独有偶，小数点挪位的事儿也还真有过。在以前披露的年报中，有家公司可能是觉得自己的业绩实在太羞涩，便把每股收益指标的单位由元“偷换”成了分，也就是小数点向右移了两位。如果是位不太了解市场的投资者，一不留神就可能把这家每股只有几厘钱的绩差股当成了每股收益几角钱的绩优股来投资，这岂不给股市里又多添了一个让人心酸的笑话？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





做职业投资者，不仅要躲避世界性金融危机的惊涛骇浪，提防凶恶庄家的坑蒙拐骗，还要识别各种流言和甄别虚假报表，就连这些本不该存在问题的地方也还要小心被绊一跤。所以，是否真的决心做一个职业投资者，一定要先三思，而后行。



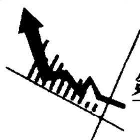
无所适从

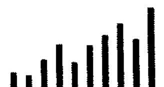
三人成“市虎”

在股市里拼搏了10年的大概可算老股民了，如果您是，且还在股市里坚强地活着，那么首先应该恭喜您。但反过来也别太自信，经验越多往往偏见越多，思维越容易僵化，这可不是危言耸听！

1999年之前，上市公司的年报中不要求必须披露现金流量表，当时披露的是资产负债表、损益表和财务状况变动表，很多喜好分析的人们对其都有深入分析。当时，多数投资者刚刚知道市盈率是个什么含义，所以那时候市盈率便成了最重要的指标和信息。到了1999年，信息披露中包含了“经营性现金流量”项目，于是“每股现金流”开始成为投资者关注的目标。然而对应的是，上市公司的造假者也从每股收益转向对现金流的粉饰。可见，信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





对投资者行为的影响会反作用于价格，同时还会对信息的提供者发生作用，这就是市场信息的一个规律。试想，如果投资者需要花很大力气才能知道股票的每股现金流数据，那么就不可能有很多人使用这一指标，也就不会反作用于市场，而信息的披露者也就可以少花些力气去美化这项数据了。所以，作为投资者而言，应该学会利用大众熟悉的指标，而不是人云亦云。

资本市场的有效运行是一种理想模式，投资者总是从过去的成功中吸取经验，并逐步形成习惯，这些习惯有时会影响市场的效率，也会影响投资的收益。例如，老股民对大盘股的传统概念，就可能导致坐失 2003 - 2004 年的大盘股行情。市场的不少信息，有时真假不是最重要的，要有人相信并付诸行动，才是有意义的。绝对的内幕消息是没有意义的，因为只有公开之后才有影响力，过早地知道内幕消息而对公开后的影响效果却判断错误，同样会遭受损失，而且可能还不如不提前知道所谓的内幕消息。

尽管我国证券市场的信息低效率现象将在相当长的时间内存在，但逐渐走向公开、透明、高效的总体趋势是可以肯定的，因此，投资者需要不断适应证券市场的效率变化，了解市场经济的作用机制，根据效率和利益的基本原则来分析信息、利用信息。最常见的利好，例如，公司 10 送 10 的分配方案，在当前的市场下，主力将如何来借助这个信息炒作，是没有一定之规的。必须结合信息的扩散程度和股价的现实走势来判定，要知道，主力如果没有吸足筹码，利好可能会延期兑现，而主力没有出完货，利空还可能变利好，在不完善的市场环境下，信息的分析判断更多地需要从利益的角度来观察。

再比如，有些股票被宣布纳入指数样本股名单时，股价陡然涨一下，雅虎当年被选入指数样本股的当天就上扬了 24%，尽管公司的基本面在宣布前后没有任何改变，完全是一种情绪和信念作用的结果，但从信息的角度看，是信息拥有者获得报酬的一种形式，是信息释放时产生的价格波动。只要人们相信存在未知信息，或者信息成本存在，则这种信息预期释放效应就会存在。这有些像期货价格在交割日到来时会逐步逼近现货价格一样，消息的公布会使价格向人们的预期方向运动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着机构投资者的增加，个股上主力的信息优势逐渐弱化，一只股票里可能有多家机构，而且都可能事先知道内幕信息，这种情况下的博弈是不同于一个机构对一群散户的。**说得更本质些，对股市信息的分析，实质上是分析机构投资者会如何利用这个消息，以及其他投资者会如何反应，而不是分析消息本身属于利好还是利空。**就像“三人成市虎”的故事一样，分析真的有没有老虎来，对投资操作是没有多少意义的，哪怕真的有人牵只老虎来街上转转。关键是推测为什么有人会放出这样的消息，其背后的目的何在呢？搞清楚这一层或许才能真正明白该如何操作了。

在一个信息严重不对称的市场中，不知道如何分析和理解信息，是很危险的。而且真真假假的信息背后，是投资者之间的博弈，大家出招的规则不是一成不变的，当多数老股民们坚信传统行业的大盘股没人炒的时候，钢铁、石化类的股票就可能已经踏上翻番的通道。而当市场多数人知道基础行业效益蒸蒸日上的时候，钢铁、石化股的主力机构们就会功成身退了。

倘若，股市真的有一天达到了完美，那时候，市场里所有的信息传递成本一定为零，或者说任何一个投资者可以随时知道任何他想知道的关于股票投资的任何信息，甚至您可以随时知道股票主力的心里是怎么想的，以及下一步操盘计划，而且是绝对真实的，这时候有效市场假说所描述的状态就达到了。当然，这是不可能实现的，所有的市场都不可能达到完全有效，只能无限逼近。股市万一真达到了信息成本为零的有效资源配置，那么市场也就失去了存在的必要了，因为电脑已经可以算出最优化且无争议的资源配置方案了。



贵在参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资与寿命

人的寿命是有限的，至少目前仍然如此，这一点很重要，否则股市就不会有失败者了，因为只要游戏永远玩下去，总会有东山再起的那一天。遗憾的是，不仅人的寿命非常有限，而且在这段不长的时间里，状态较好的投资寿命就更短了，且许多投资品种也大多是有“寿命”限制的，或者说是有期限的，到时清盘，不论输赢都只有结账走人，没有继续玩下去的机会了。如何在有限次的博弈中取得更稳定和良好的收益，这就是投资者面对的问题。

许多成功人士不太注意自己的健康，同样很多非常有成就的投资者也往往忽视延续自己的投资寿命。一些人从自信走向成功，因成功而更加自信，并取得更大的成功，如此循环后，使自己的信心达到了超级膨胀，并最终归于正反馈系统的必然结局——崩溃。永远抱有一颗小学生的心态，自信而不自傲，稳健而不犹豫，才能让自己在市场的大浪淘沙中存续得更长久一点。

如何延长企业“寿命”的问题探讨得比较多，例如在 1999 年韩国大宇事件发生后就一度成为各界讨论的热点。有观点提出，延长企业寿命关键在于消灭一人独裁的体制，否则企业的经营寿命将受限于企业家的寿命。类似，投资者也会变老的，会变得越来越固执、越来越迂腐。因此，在投资方法和操作上也应该建立一套行之有效的流程，建立一个有制度保障的系统。这个系统具有投资者巅峰时期的最佳创造力，能够不断地根据环境变化来调整甚至创造投资策略，并能够严格高效地实施这些策略，这正是机构投资者保持长期辉煌的必备。就个人投资者而言，也存在如何延长投资寿命的问题，但概念有所不同，或许下面的几个故事会让您有更多的启发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"雇佣"比尔·盖茨

从前，美国有位出租司机，一心想多挣些钱，从而改变自己平俗的生活。可是，除了会开"的士"，别无发财门路。一日深夜，他在华尔街上拉得一位学者模样的绅士，两人一路谈得投机。于是，司机无意中表露了自己的苦闷，请求学者指点发财的捷径。学者回答道："我的职业是投资顾问，就是专门帮助别人发财的。每小时的咨询收费是500美元。"可这位司机干了一天，身边总共才不过几十美元，于是他不再说话了。下车时，投资家付完车费后突然想起什么似的，对司机说："我认识一位很能干的朋友，他公司的股票明天上市，就把您现有的钱买他的股票吧，请他为您打几年工，就会发财的。"次日，司机把自己仅有的一万五千美元，全都买了那只股票。

几年后，司机竟然变成了百万富翁。一次在新朋旧友的聚会上，一位还在开出租的昔日老友十分惊讶他的致富，禁不住问起发财的奥秘。他解释说自己只不过花一万美元雇了个人为自己打工而已。于是，朋友们都迫不及待地追问他雇的那位超级"打工仔"是谁，他神秘地笑了笑说，"这打工仔你们也认识，就是比尔·盖茨。"

这虽然只是一个可能真实的故事，但如果真有人这样做，结果是必然的。因为微软公司的股票在上市后的十年中至少上涨了六十倍。在普通人眼里，能雇佣比尔·盖茨这样的人为自己打工，无疑是件让人难以想象的事。可从本质上讲，买了公司的股票，做了微软公司的股东，不就是拥有了比尔·盖茨这样的人为自己打工吗？至少可以理解为雇佣了他的N分之一，N可以是十万，也可以是百万。同样，在深沪两市的上市公司中，也有一大批中国最杰出的企业家，能雇佣这样的超级"打工仔"为自己致富，还有什么可忧虑的呢？剩下的问题恐怕是雇主们常常挑花了眼。

市场中，股价在短线上的涨涨跌跌，难免显得扑朔迷离，难以把握。但是，从长线投资的角度看，选择股票就是选择有前途的公司，而决定公司前途的不正是这些经营管理者吗？俗话讲"事在人为"，上市公司的前景如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何，首要关键的因素就是看其经营管理者的素质怎样、能力如何，这是选择股票时应该考虑的最重要因素之一。如果有朋友向您借钱投资一个项目或企业，那么您首先要明确的一点就是您是否了解这位朋友，一是这个朋友是否诚实可信，二是是否有能力获得成功。从这两个角度讲，选股在实质上可以看成是在选择既能干而又有责任心的“打工仔”，年轻些当然更好，但首要是人品，特别是必须谨防像“啤酒花”董事长艾沙由夫那样的“神人”。[①]当然，选定了之后，就应该信任他们，给他们足够的时间为自己创造财富。

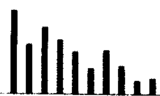
股市投资虽然是一门学无止境的艺术，但其中的很多道理却是十分的简单而朴实。依据这些朴实无华的道理，或许您就可以轻而易举地战胜市场、跑赢股指。即便偶尔遭遇挫折、经历坎坷，但如果静下心来想想，作为一个股票投资人，能够随心所欲地挑选举国上下最能干的“打工仔”为自己效力，也应该感到莫大的知足了。



寻人启示

① 2003 年底至 2004 年初，啤酒花、春都等上市公司先后出现董事长神秘失踪的事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





炒股需要"功力"

一位朋友的祖父，今年已是 92 岁高龄，走过的桥比咱走过的路还多，吃的盐比咱吃得饭还多。老人 7 年前才开始他的炒股生涯，至今赚多赔少，几年下来获利不菲，而且这已成为他如今生活中最主要的爱好和消遣，给晚年生活带来了无穷的乐趣和享受。据统计，老年人在股市投资的总数虽然不多，但盈利水平却在平均水准之上。这不仅让人重新想起了此前曾提出过的一个老问题：股民"凭什么赚钱"。

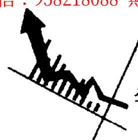
散户们对这个问题的回答一般有两种倾向，一种认为炒股凭运气赚，运气不好就认赔；另一种则表示自己是业余搞股票，根本不是职业高手和机构大户的对手，只盼解套后远离股市。

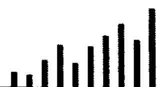
其实，股市对通常被称为幸运儿的人来讲是个效率不高的地方，赌场、彩票应该是更佳的选择。再说，想长期在股市里泡，运气是靠不住的，上帝不会总偏爱一个人。而对于持第二种观点的股民来讲，也大可不必心灰意冷。机构大户虽然在资金和消息方面有明显优势，但散户也绝不是无机可乘。至少，小资金进出方便，自有资金不怕套，投入少、风险小等等，也是机构投资者所望尘莫及的。机构与散民各有所长，关键是如何发挥自己的优势，扬长避短。资金少有资金少的炒法，消息慢有消息慢的对策，这就好比小朋友玩"剪刀、锤子、布"的游戏，尽管锤子看似威猛，但总要输给布，而布却又怕剪刀，各有各的长处，环环相扣。

炒股的技巧和招数实在很多，就像武侠小说中的十八般武艺，样样精通自然是一种境界。但作为散户，能精通一样，做到一招领先，同样可以克敌制胜。如果炒股可以比作练武的话，南拳还是北腿并不决定高下，关键还是凭"功力"。

"功力"是一种积淀，是一种修炼。字面上难免有些抽象，具体到炒股讲就是对市场感觉的把握和某几种操作方法的熟练，并具备良好的游戏心态。熟悉市场、抓住本质是一方面，练就抵御诱惑、处乱不惊的心理素质更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





不可缺少。有些练走钢丝的杂技运动员，平时练得很好，可一登台就心慌，哪有不掉下来的？可以说，散户在这些方面磨练好了，功力就会达到一定程度。这时，您就会发现，炒股已不再是沉重的负担和工作，而会变成一种比钓鱼、养鸟更高雅而且内容更丰富的健脑和健身运动。

老年人经过的风风雨雨比较多，生活中的酸甜苦辣积淀得比较厚，对金钱的态度比较淡薄，对事物发展变换的规律也就有更多的理性认识和人生感悟，这些虽然看上去与炒股无关，但也许这才是真正的功力所在吧！

耐力与决策的稳定性

一件事情做久了难免会烦躁，因此投资者的耐力是保证正确决策具有稳定性的重要方面。耐力如何修炼呢？不少体育运动是有帮助的，例如长跑、围棋等等。

说到围棋，不免让人再次想起韩国的棋手李昌镐，他 16 岁就被人称为“少年姜太公”，可见其 16 岁的年龄里已经蕴藏了白发老者的阅历和心机。他在 12 岁就被韩国棋界称为“老棋”。在一场比赛中，一位摄影师一连为李昌镐拍了 30 多张照片，但片子洗出来却不知该用哪张了，因为李昌镐在 30 多张照片里表情是一样的，足见其在博弈中的持久耐力和平静心态。

职业投资者和职业围棋手是有共性的，这种共性就是耐力，这种耐力是一种百折不挠的韧劲，不仅仅指精力和体力的持久性；它还包括对诱惑、过分自信以及轻率的时时警觉，是明察天下大势的胸怀与寸土不让的决心的有机结合。另外，韧性与慎重在某种意义上讲也是谦逊的一种表现形式。

巴菲特先生成功的背后，一个关键因素也在于他具有的特殊品质，使自己的投资寿命得以延续。一次游戏中，与巴菲特在一起休闲的高尔夫球友们决定同他打一个赌。他们认为巴菲特在三天户外运动中，一杆进洞的成绩为零。如果巴菲特输了，只需要付出 10 美元；而如果他赢了，将可以获得 20000 美元。每个人都接受了这个建议，但巴菲特拒绝了。他说：“如果不学会在小事情上约束自己，在大事情上也不会受内心的约束。”可见，自我约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

束，是投资者保持状态的重要修炼。约束自己的欲望，自律轻浮的行为，这些都有助于延长投资的寿命。吃喝嫖赌成性的人难以活得长寿，这与投资寿命在道理上是一致的。

自律可以培养**一种耐力，而耐力是一种优秀的品格，而优秀的品格是用智慧难以击败的。**

投资的境界

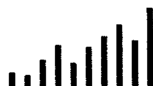
如果说到境界，或者说一种表达的意境，其实或许不需要太复杂的文字堆砌。正如“大漠孤烟直”，很简单的几个字就完全可以把一个人从一个嘈杂的世界带入另一个世界中去。因此，最深刻的东西其实同样可以用最简单的方式表达出来，简单的就是好的。

简单，可以算是投资高手的一个境界。遗憾的是能做到这两个字并不容易。正如一段乐思能凝结成一首脍炙人口的曲调，一颗“棋精”能让一盘棋满盘皆活。或者应该说：简单中蕴涵的是深刻，简单，是大智慧的凝结。

平和，又是一种境界。山崩于眼前而不为所动，又怎么会被一叶障目呢？平心静气，才能更加客观地观察到纷纷扰扰的表象背后所隐藏的一切。当一个投资者可以真正平和地对待股市中的种种诱惑之后，那么他的投资观、生活观乃至世界观都将会得到升华。应该说，平和中积蓄的是力量，平和，是功力的体现。

创造，是一种更高的境界。在证券领域，前辈们总结出的经验和教训自然会成为初学者的必修课，传统的分析理论或多或少会灌输进大家的脑子里。但从书本上继承来的东西，又有几人能真正融会贯通呢？又有几人能有所突破呢？**何为大师？只有突破了传统理论、传统视角、传统的思维和逻辑的人，才有资格。这里所说的突破，主要不是说打破，是在深刻理解传统理论之后，站在更高的层次上看得更远、更全面、更透彻，而不是简单试图去打破和推倒经过严格证明的原理。应该说，创造中包含的是继承，创造，是不息的追求。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下面是一张网站论坛里的帖子，从中或许能够体会出某种投资的境界。

我眼中的股市①

一、我永远坚信：无论过去、现在和未来，人类都不可能全然理解和把握证券市场的全部运行机理和内在逻辑。市场最基本功能之一，就是消灭所有企图战胜市场、挑战市场的天才或是怪物。因为假设出现、存在这样的“无敌怪兽”，市场的生态平衡将被破坏殆尽。谁也无法造出那个能够装“可融化万物的药水”的瓶子。菩提本无树，明镜亦非台。本来无此物，何处惹尘埃。

二、证券市场无所谓规律、模式。我们虚构的无数规律、模式，无非只是我们拒绝承认自己对于这个复杂世界的无知。任何时刻我们所面对的市场现实，在历史上都从来不曾出现过，在将来也永远不再会有。构成“此刻”、“眼下”之市场的万千因素，永远变动不息。洞察市场的历史轨迹固然重要，然而，若以此而寻求所谓的模式或规律，无异于缘木求鱼，刻舟求剑。采用各种最先进的数学统计技术，来寻找所谓的规律、模式，是通向破产之路的捷径之一。西方证券市场虽然已有四百年历史，然而比之无穷尽之未来，各种模式、规律对于未来的适用性几乎为零；何况中国股市只有区区十几年！

三、交易之道，虽曰非法，亦非非法。我无一法，故我有万法。只知否定而不知肯定、只知批判而不知建设、只知解构而不知重构者，也许不会输，但一定不能赢。吸取所有中外古今圣贤智慧，然则应谨记“六经注我，而非我注六经”。

四、市场绝不可能被持久地精确预测，没有人可以把握市场的细节，亦无人可以永远成功操纵市场。短线交易和控盘操作的最终命运，就是注定失败。控盘操作实际上是基于对于市场的“无常”的一种逃避行为，对于市场意志的一种“强暴”。无数机缘、偶然造就历史，更何况宇宙之内没有不存在完全长久的封闭系统，外界干涉会改变历史的轨迹，而且市场内部任何一

① 原题为《股市老手的16条奇谈怪论》，这里经过改编。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，其自身之行为亦成市场结构变迁之一部分。

五、成功等于小的亏损和大的利润的多次累积。以生存为第一原则，在出现妨碍这一原则的危险时，抛弃其他一切原则。当我对时，将它视作上天对您的礼物，珍惜它，并将之很好地发挥，让利润飞奔，待之气竭而欲衰时方休，否则有愧天赐。但记住：上天不会永远偏心我一人。我错时，众人崇拜时我自下神坛，对错自有市场分说，不可沽名钓誉、沾沾自喜。要心存感激之心，否则，必定会成为被市场抛弃的“天才流星”。

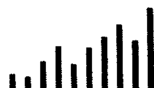
六、世上本无一个客观实在的所谓“趋势”，亦无所谓顶，无所谓底，又岂有底可抄，顶可逃？在任何一个刹那，一个瞬间，市场均为平衡。而在任何一个时期，一个时段，市场永无平衡。趋势来时，应之，随之；此趋势去而彼趋势来时，亦应之，再随之；无趋势时，观之，待之。

七、交易生涯的成功与否，在某种程度上取决于您的健康状况、快乐幸福的家庭生活。永远不要在这二者上吝惜时间与金钱。以健康快乐地和爱人活到150岁为目标，拒绝一切非分之想（那会毁掉您的一切）。很多不同的故事都在说明一个真理，人生并不只是谋略之争，某种程度上也是时间和生命的竞争。

八、君子志于道，据于德，依于仁，游于艺。对于技巧的培养、发现和超越，是所有对市场的认知和理念付诸实践的必经之途。所谓无招胜有招者，必须已有无数招术烂熟于心在前。只有真正地掌握各种知识、工具、技术层面上的“艺”，才能精于技巧并超越技巧，才能进行解构、重构、萃取、融合，由“匠”到“师”，体验“艺术”的层次。

九、这是一个全息的世界。这个地球上发生的一切小到蚂蚁打架之类的事情，都会通过无数途径折射、反映到市场中。我们既不可能掌握所有的事件，也不可能掌握所有这些事件的“信息”、“能量”传递到市场的时间、方式、数量。在这个全息的世界里，从一切的历史、现实的信息中，去解读今天，解读市场，是一道让天才也败阵的难题。在观察市场时，既用显微镜，也用望远镜。心存宇宙大千之景，眼观毫末纤细之变。举轻若重，举重若轻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



十、功成、名遂、身退，天之道也。未退出市场之前，连续N年刷新历史增长纪录并不意味着您的正确，更不意味着您掌握了市场的真理。某种程度上讲，只要您不退出市场，交易之路，是一条必输的路。努力，只是为了以一种更满意的方式、更满意的时机退出市场而已。

十一、我是谁？每个人心里包含着无数个我，经常反观、反省自身，左右互搏之道，并非金庸杜撰。吾日三省吾身，在超越自我的审视后，又必须回到自身。失败使人沮丧，然而成功让人失去自我。

十二、证券市场的历史仅区区数百年，且人类中的顶尖精英并非致力于此道。三教九流、诸子百家，均有交易之道在其中。记住：始终是智慧，而不是知识，给我们一根市场惊涛骇浪中的救命稻草。

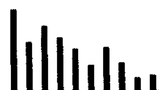
十三、政策缘自于政府。政府可以做很多它想做的事，但政府和构成政府的每一个元素本身都来自于社会，再以政策反过来作用于社会。政策的动机来自于社会各种利益的博弈，政策的思想源自于数千年文化历史意识和当前社会思潮的复杂作用。政策作用于社会后，受到社会的反作用，再影响它去制定新的政策。“应该如此”与“事实如此”之间的互动、矛盾、冲突、妥协，为百年发展之主脉。

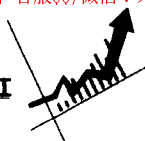
财 富 观



一本关于股市的书写到这里，已经没有多少再值得费笔墨的了。一方面，此前的内容已经涵盖了方方面面，另一方面，股市里有不少东西是只可意会而难以言传的，一切只好尽在不言中了。在结尾之前，最后还可以说说，而又觉得不得不说说的，就是对财富的认识，因为这会决定您成为一个怎样的投资者，以及获得怎样的成功或失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





职业精神的悲壮

做一个投资者着实不易，能成为一个幸运的股市成功者就更难。

作为个人投资者，首先自然要辛辛苦苦地攒上一笔钱，才算有了资格。其次，必须无止境地学习相关的投资知识，随时洞察各方面的信息，远到大洋彼岸的美元走势，近到家门口商店里的零售商品价格，最好是无一不晓、无一不通。此外，抵御股价狂飙的诱惑，承受天灾人祸的压力，更是做投资者需要练就的基本素质。尽管在股市生存的道路上需要面对如此多的艰辛和挑战，但是天下仍有无数的投资者前赴后继、无怨无悔，这需要一种职业精神。做职业的股市投资者倘若没有这样一股精神和信念是不会修成正果的，更难以善始善终。

这种精神，来自有意识的修炼，更来自您对财富和人生的认识和观念。不同的财富观念，就会有不同的赚钱方法，并由此赚来不同的钱，体验不同的生活。不同的人，可以有不同的观念，但必须是清晰而坚定的，否则，您很容易在股海中失去方向。在决心成为职业投资者之前，您不妨问问自己以下问题，如果在1分钟内不能坚定地给出答案，那么您在继续操练之前，最好把本书的最后这几节内容认真读完并深入思考。

“钱代表的是什么？”

“钱赚来是干什么用的？”

“赚多少钱是您毕生的目标？”

“为达到这个目标，您可以付出些什么，又愿意付出多少？”

“倘若，您一下子拥有千万财富，您会重新选择人生之路吗？”

“如果已经赚取的千万财富，一夜间化为乌有，您如何面对？”

“如果只是违背道德，却可以赚取百万财富，您会如何选择？”

“如果违背法律但保证不会被发现，却可以赚取百万财富，您会如何选择？”

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财富异化

投资到了一定阶段，需要对财富本身有更深层的认识。

“您说，什么是财富？”

“金钱。” “对。”

“汽车。” “也没错。”

“房产。” “当然。”

“还有吗？” “……”

随着现代生活的多样和个人财富的不断积累，人对财富的理解也就会不断变化，甚至远远超出上述所言。越来越多的投资者感到，时间、健康、知识、信息、家庭、信誉、友谊、阅历等等，都是同等宝贵的财富。

其实，一个人生来就拥有了相当的财富，他们主要表现为时间、健康、家庭等(也包括不少人生来就继承相当的实物财富)。多数人在人生的道路上，所做的不过是财富的交换而已，用自己的时间甚至是健康来换取金钱、房产等有形财富。然而越往后越发现，时间和健康等最初曾经拥有的财富越来越匮乏，越来越宝贵，而后，不得不又拿金钱来买时间、来换健康。

记得一位已不缺少金钱财富的前辈曾说，当一个人拥有的钞票达到一定厚度后，真正能花掉的也就是最上面的几层，其余的不但不是自己能花掉的，还需要花精力来替社会实现保值增值。

在这类有些异化的人看来，金钱已不再能涵盖全部的财富概念，倘若您有机会和那些手持亿万美元的风险投资者聊聊，您或许会惊异地发现，他们常说的一句话就是：“我们穷得只剩下钱了！”风险投资者，寻寻觅觅在找什么呢？在他们眼中，有市场前景的好项目、精诚团结的管理团队、拥有专利的实用技术才是财富，而金钱不过是使这些财富实现社会化增值的催化剂。从一类财富到另一类财富的转换是一个循环，不分终点和起点，只不过更多人喜欢停留在货币形式的财富而已。因为它具有更好的流动性、通用性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾几何时，企业所有者眼中的财富也仅限于资产负债表上的数字，但现在，越来越多的人认识到，对于企业而言，企业家是一种财富，默契合作的员工队伍是财富，久负盛名的品牌是财富，长盛不衰的企业文化也是财富。而在资产负债表上的机器、厂房和现金似乎不再是绝对重要的财富了。实践让人们懂得，无形的财富是同样难得和宝贵的。

世纪更替的那两年，世界性的假账丑闻引发了会计业的许多反思。过去对工业化时代对财富的理解主要落在现金等有形资产上，而随着虚拟经济的发展，许多隐形财富越发重要。例如，金融衍生品等表外业务虽不计入账册，但在企业整体价值中可能已经起着决定性作用，更不用说人力资源和企业文化等软性财富了。随着信息时代和体验经济的来临，决定企业价值的财富中，无形财富的比重日益提高。由此，传统财会制度在现代企业并购估价中已经面临前所未有的挑战。财富、价值、资产等概念正在发生着前所未有的异化。

作为企业，有形财富总在年复一年地折旧，而无形财富却大多日渐升值。同样，作为个人，我们难道不应该更加注重那些另类财富的保值增值吗？有些人选择金钱而放弃信誉，这充其量不过是一种财富的等价交换，而更多的时候是一种赔本的交换。因为，随着时间的推移，不久就会发现，信誉是多么的难得，而钱却在贬值。

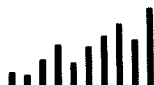
企业拼搏、人生奋斗，无非是拿自己已经拥有的财富与那些尚未拥有的财富进行交换。怎样交换、交换多少，这其中蕴藏着无尽的变数。但一个趋势是明朗的，那就是在经济和科技高速发展的未来，人们更应该学会把握那些无形的财富，在使其保值增值的同时，更应学会享受财富所带来的生活价值。作为一个职业投资者，在拥有一定有形财富之后，更需要重新审视自己无形财富的拥有状况，寻找真正决定人一生幸福的东西。

君子爱财

时代飞速发展，大家挣钱的办法也随着技术的迅猛发展而日新月异。网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





络兴起后不久，就听说有顽童在网上乞讨成功，获得数千美元，被传为“佳话”。正在为此类奇闻惊诧不已时，笔者收到手机短信，一看竟是“短信募捐”，大意是回复该短信后，对方便可从本人电话费的账户上扣除2元作为募捐费。两者联想到一起，不免让人感叹，取财之道也在“与时俱进”。

俗话说，君子爱财，取之有道。笔者看来，这“道”字之中有两层道理，一是科学性，二是艺术性。所谓科学性，应该告诉人们哪些道是可走，哪些是禁行，即为取财的规矩。而艺术性可理解为技巧，即为取财的方法。如果说科学性重要，诚信纳税便是最好的现代版注解，市场游戏规则中没有对缺失诚信者的惩罚，取财之道科学性难以建立。如果说艺术性重要，行乞的现实艺术发挥就是很好的佐证。据个别接近此类“业内人士”的朋友说，沿街乞讨者大多属于初级，稍稍讲究些艺术性的，常去占据洋教堂之类的风水宝地。不仅行乞环境幽雅，赚取的还大多是外汇呢！由此也可见，艺术性高低将导致取财效率的迥异。

人分好坏，这是从小在广场上看露天电影时就留下的烙印，那个年代里的影视人物一般是正反鲜明的，而且都朴实地“写”在演员的脸上。同理，那个年代的钱也是有铜臭味儿的，正派英雄大多与钱没有瓜葛，因此有钱之人不是地主就是恶霸，且大多由其貌不善的演员来担当。但后来发现，金钱本身并无香臭之分，更无好坏之别，有钱多少也不会影响容貌，只因拥有金钱者和想拥有金钱者的不同观点而有了香臭之别。倘若透过经济学家鼻梁上的厚镜片来看钞票，您会发现，个人通过合法手段获得货币，原本是其对社会贡献的一种记录和象征，拥有金钱众多是对社会巨大贡献的积累和证明。当然，必须特别注意的是，这个结论有一个前提，就是社会的财富分配必须首先具备一定的公允性，如果没有这一条，金钱就可能成了别的什么指标，甚至反而成了贪污、受贿、逃税等犯罪行为轻重的标尺。

不幸的是，在现实社会中，财富分配的方法和原则存在不可避免的多样性和复杂性，这最终导致钱的多少与人的好坏之间失去了必然的联系。有钱的不一定是贡献大的，没钱的也未必是游手好闲者。尽管多数现实情况中，钱与人之间失去了那种理论上的必然关联，但财富的分配原则，无疑仍时刻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右着财富与人之间的勾连关系。在畸形的取财之道的诱惑和驱使下，多数人往往在金钱的压力下扭曲。

君子爱财，要取之有道，更要用之有道。就像枪炮和原子弹，和平使者和战争狂人都由衷地需要它们，但结果天壤之别。投资者的作用是促进金钱财富在社会的合理流动。财富真正发挥什么作用，关键也要看是谁在使用它，如何使用它。拥有了相当财富的人，账户上的金钱不分良莠，但您取财和用财之道是有良莠之分的，而且往往揭示着您自身的良莠。

所以，**一个成功的投资者，学会并真正积累了财富之后，还需要学习如何使用和利用好这些财富，否则会有前功尽弃或晚节不保的危险。**

幸福学之不幸

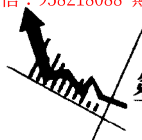
行为金融学[1]是上世纪 80 年代后才出现的，它把人的非理性因素放入到研究的视野中，正是把人的因素的引入，也容易把投资学引向一个哲学上的陷阱。

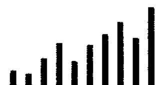
自从 2002 年的诺贝尔经济学奖颁发给两位把心理学引入经济学的美国教授后，从心理和行为角度研究经济现象的热潮一浪高过一浪，由此也导致实验经济学、行为金融学等一系列相关学科在国内兴起。

2003 年初，美国芝加哥大学商学院终身教授奚恺元在国内演讲，题目为“从 2002 年诺贝尔经济学奖看经济学的新方向——从经济学到幸福学”，吸引了众多的听众。他介绍说，很多实验证明，经济学中对理性经济人的假设是不符合现实的，金钱并不总是实现幸福生活的最佳途径，人们的决策也不总是在科学比较经济利益的基础上得出的，而且，人们有时还会做出并非使自己幸福最大化的选择。例如，美国人均收入从 1945 年到 1990 年增长约 3 倍，而科学调查的结果是，人们的平均幸福感不但没有成比例地上升，反而略有下降(但实际上不满意的人中未必都喜欢回到 40 年代生活)。他研究认

① 本书只探讨其中与股票投资有关的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





为，人们生活的目标是幸福，而不是财富，财富只是手段之一，人们生活的幸福程度，也并不取决于财富的多少，而很大程度上取决于生活的信念、生活的方式和生活环境中的对比感受等。他还表示，今后可能研究出衡量人们幸福程度的指标，以衡量经济发展的成果和社会的进步。

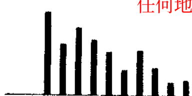
的确，人们在经济生活的现实决策中，并不总是理性和客观的，往往受到各种心理和情感方面的影响。但由此就劝告人们不要去挣钱，而直接去追逐幸福也难免有些难以自圆其说、脱离实际。现实中，相当高比例的人群追逐货币形式的财富而不是幸福本身，也是有相当合理性的。因为，在多数人生活的前半阶段，并不都十分清楚自己所追求的幸福到底是什么。这种情况下，货币财富可以说是一种较优的选择，当然这里指的是在合法、健康基础之上的有形财富。

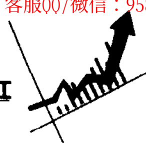
货币财富的最大好处是流通性好，或者说是转换成本低、转换效率高。相比之下，房地产财富虽然稳定性好，但流通性略逊于货币财富。而健康、情感、知识等财富虽属于自己，不易被窃，但拥有一定数量后，边际效用下降明显，再多的投入也难以有显著的效用增长，而且这类财富的衰减、折旧情况难以预测，稳定性欠佳。相比之下，货币或者概括为金钱，虽然有一定的损失风险，但相对而言，仍是最好的保值手段，今后在支付幸福成本时效率较高。在没有找到幸福的目标之前，金钱应该是比较理想的一种存储辛劳和梦想的媒介。同时这也说明，人们对正确幸福生活目标的确立理当越早越好，否则，当人生走到尾声阶段的时候，手握一大把金钱，却还不知道钱干什么用，那才是一种莫大的悲哀。

金钱对于整个社会而言是好东西，是财富的积累，但每个人所追求的幸福目标对于社会而言，未必都是好东西。不好的人拥有太多的钱，并用钱来实现不正确的自我幸福时，对于社会而言或许是一场灾难。传统的经济学，在把人假设为理性经济人之后，就把人的因素抛到了研究范围之外，而这些新兴的学科又把人拉回到了经济学研究的对象之中，这不但更符合实际，同时也使原本严谨的经济学变得有些像玄妙的哲学了。

两千多年前，圣人庄子与朋友在河边散布时说，“河中的鱼儿多快乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





啊！”朋友问：“您不是鱼，您怎么会知道鱼儿是否快乐呢？”庄子反问道：“你不是我，你又怎么会知道我不知道鱼儿的快乐呢？”人的幸福(包括动物的)，是一种主观感受，外界是无法感受到的。就像上述例子中说美国1945年~1990年，人均GDP增长了3倍但幸福感不如40年前了，但是，他们中间又有多少人真的都愿意回到从前呢？调查方式本身是人的主观回答，不等同于真实的感受。即使将来可以通过脑电波测试，可以精确地探测人的神经感受，那就等于真实的幸福感吗？

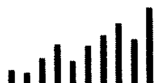
试想，如果真可以做到精确探测人的心理和情感，那么再进一步，通过脑电波制造心理幸福感的日子就不会太远了。让人躺在“病床”上，接通传达幸福感的脑电波，人大脑就可以感受到幸福了。这个时候，虚拟和模拟技术可以最大限度地满足人的幸福感，这难道就是幸福学(Hedonomics)追求的目标吗？如此推理，幸福学不是进入了死胡同了吗？笔者写到这里的时候，已经在电视新闻中看到，某国的科学家已经制造出了某种初级的“造梦机”，多情的少女只要把某个男孩的照片输入造梦机并入睡，不久就可以在睡梦中见到自己心中的白马王子了。但愿这不是又一条假新闻！

赚多少钱足矣

“赚多少钱才够用？您想过吗？”笔者日前(2003年)收到友人发来的一段趣文对此问题做了图文并茂的阐述。文中就一对北京生活的年轻夫妇为例展开估算：房子带装修需50万，孩子养到大学30万(不算留学)，家用开销每月3000元计就要108万，孝顺双方父母每人每月300元，30年下来是43.2万，买部车子15万，30年换三次，杂七杂八的费用合计要100万，有了车子自然有更多休闲旅游的开销，30年30万不算太多，自己退休养老按照每月2000元算，退休后15年就要36万，合计是397.2万！摊到每月，两口子就要每月挣11033元！先不究其算法是否精确，其结果一定会让不少人惊讶。没那么多钱该怎么办呢？作者支歪招曰：不要孩子可省30万，不敬父母能赖掉43.2万。即使这样，每月各挣3000元的夫妻也还有不小的缺口，怎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





么办呢？原作者把这个问题留给了大家。次日，笔者把“赚多少钱足矣？”这个问题随便抛给了一位京城的打工仔，回答是“俺干上3年挣上一两万块钱，回家娶个媳妇，就心满意足了。”……

一两万对397.2万，这是一个怎样的差距！当然，人在物质追求方面，从来都是说话不算话的。没有工作的时候，心想有份工作就心满意足了，可有了工作，就想要薪水更高的，干活更少的。外地打工仔挣到了两万很可能就会想4万，4万到手了还会想8万，说不定哪天申请到了新出台的北京市民同等待遇的“居住证”，也会开始为上述的397.2万忧患起来了。

其实，人对自己财富水平的感受是很容易钝化的。去过山村里资助希望工程的老师，不要1个月的工夫，就会觉得自己900元的月薪已经太高了，应该再拿出些来资助学校和没学上的孩子；而在办公大楼里等着级级高升的公务员们，只要和富翁们杯觥交错几次，马上会感到自己区区3000元的薪水不足挂齿，并决定继续为加薪而呐喊。

对绝大多数人而言，赚钱从来都不是件容易的事情，但同样不容易的是，让钱发挥更多一点的社会意义。钱越多，所能掌控的社会资源就越多，相应的社会责任也就越大，如果富人不能主动地、有意识地担负起这个财富所赋予的责任，钱自然很可能颠覆您的控制权。有些人的钱来路不正，就足以让人不快，如果聚敛了大量的财富后，还不知道怎样尽一些有钱人的社会责任，那又怎能让别人看着顺眼呢？一辈子只想挣一两万元就“足矣”的民工，如果不理解397.2万如何得来，谁又能保证他们没有砸车泄愤的想法呢？

赚钱不是坏事，但赚钱的同时，特别是赚到钱之后，千万不能忘记了财富所背负的社会责任，财富与责任或许原本就是一个硬币的两面。如果果真有了397.2万，甚至有幸做了富人，脑子一定要有社会责任这根筋，哪怕只是打一点义工，种两棵小树，资助两三个失学儿童。如果不幸还没发财，那么，在琢磨“赚多少钱才够用？”的同时，不妨也问问自己，对社会、对家庭尽多少责任才说得过去呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财富层次论

谈论财富的人和话题都很多，但谈论所在的层次是不同的，有些人谈论财富是为了生存，有些人则是为了标榜，还有些人是为了心愿，不同层次的人之间探讨的内容自然也大相径庭。

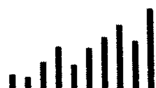
譬如，有些富人还在拼命地赚钱，或许是为了在隐形的财富榜上再上升几名，或许是为了看到自己的事业兴旺发达，或许是其他。对于这样的人，您和他讲诚信、讲纳税意识，他是会和您探讨的，因为他会顾及到赚来的钱是否“干净”。相反，如果有人是为了吃饱肚子，而去不法经营，甚至直接去偷、去抢，您和这样的人去谈诚信、谈纳税，是毫无意义的，更不会产生有意义的最终结果。

不同的人在不同的层次上理解财富、谈论财富、追求财富，所以也就有完全迥异的行为。在非典肆虐的日子，有白衣天使不顾个人安危在一线救死扶伤，可也有不法商人借非典之机大发不义之财，在药品、医疗器械等紧俏商品上趁火打劫。当时在一些地方，各种所谓的“非典特效药”满天飞，价格高得更是离谱，2003年春节期间广州的板蓝根闹剧简直让人哭笑不得。但是，仔细观察可以发现，那些扰乱市场秩序的不法分子多数都是一些小商小贩，是一些经济和大脑都欠发达的人群，而且遭到了全社会的一致谴责，而绝大多数“有名有姓”的企业不但没有趁机敛财，相反，纷纷组织人力物力，在政府限定的价格内，加班加点、保障供应，甚至还有的慷慨解囊，捐钱捐物，支持抗非典战役。企业或是个人追求财富的层次差异，在非典型的日子里，得到了淋漓尽致的体现。

在管理学上，有一个叫马斯洛的人对需求层次论进行过研究。这位美国心理学家经过长期研究发现，人的基本需求分为五个层次：一是生理需求，是个人生存的基本需求。二是安全需求，包括心理上与物质上的安全保障。三是社交需求，人是社会的一员，需要友谊和群体的归属感，人际交往需要彼此同情互助和赞许。四是尊重的需求，包括要求受到别人的尊重和自己具有内在的自尊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





心。五是自我实现需求，指通过自己的努力，实现自己对生活的理解。普通人的需求如此，投资者亦如此。

在2003年的春天，“变异冠状病毒”(即非典病毒)的突然降临，直接威胁到了国人前三个层次的需求，人和企业正常生存的基本环境受到了空前的挑战，社交和各种交流活动也受到了一定程度的限制。在这些最基本需求不再能够得到满足的时候，人们追求高层次的步伐必然要暂时停下来，因此各类的商务活动、各种经营指标、甚至连举国关注的GDP也不得不暂时靠边站了。

非典把人们的需求拉到了相邻的三个最低层次上，为了相近层次的共同需求，众志成城，万众一心。但这是暂时的向下趋同，是一种非典型的一致。回想平日里，面对一边怀抱吃奶孩子一边卖盗版光盘的妇女，工商执法人员束手无策的情形，我们更希望看到的是，拥有财富梦想的人们，能够早日同在第五层次上，或者是相邻的高层次上追求财富，谈论财富，大大小小的企业也能早日摆脱生存的危机，在社会意义的层面上创造更多的物质和精神财富。

作为投资者，在股市中积累财富，这只是第一步，如何让那些归属自己名下的财富真正给自己和身边的人们带来幸福，给整个社会和人类带来美好的明天，这才是真正高层次的追求，但愿读到这里的投资者能够早日摆脱财富积累的初级阶段，并逐步开始实现更高层次的需求和理想。

做幸福的终结者

股市投资，赚一把钱并不难，难的是把把赚钱，而且还能够善始善终。

许多投资者可能期盼自己的资金账户早早走上牛市的轨道，但同样有不少屡屡成功的投资者在春风得意的时候一个跟头跌入深渊。不少谙熟投资技巧的高手大多有类似的经历，即从自信走向成功，从成功上升到更加自信并取得更大的成功，而最终出现自我信心的极度膨胀，这时只需一次“意外”，通常就终结了其原本幸福的人生之路。

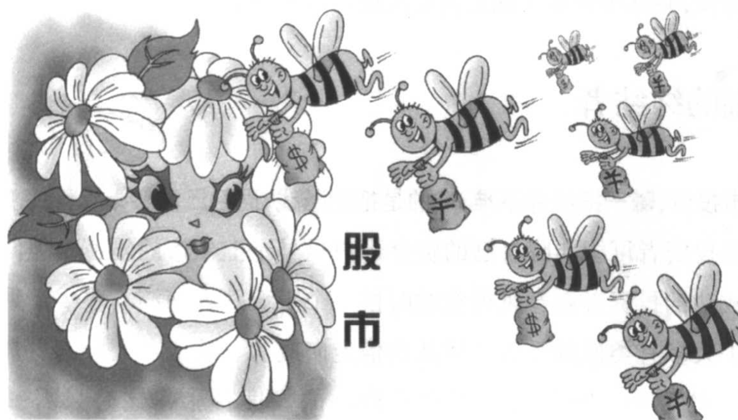
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者在自信方面的修炼也是一种正反馈系统，除了上述的情况外，相反的一种就是由失败变得不自信，而自信不足导致更多的失败，并最终彻底丧失信心。当然，如果由于失去信心而仅仅离开股市，倒不一定是件坏事，最糟糕的是由此造成事事信心不足而一事无成。因此，做一个投资者，始终需要抱有一颗谦虚谨慎的心态，保持如履薄冰的紧张，而又拥有戏耍股票的悠闲心态。倘若您能够坚持做到“胜不骄、败不馁”，那么不仅在股市上可以立于不败之地，而且您的人生之路也定可到达幸福的终点。

如果您读到这里的时候还是散户，那么，笔者想告诉您的是：像您这样一个好学、勇敢且积极进取的投资者，只要不放弃，一定会在充满机会的股市中走出一条属于自己的成功之路的。

如果您读到这里的时候已经是一个成绩斐然的职业高手，那么，笔者除了恭喜您之外还想告诉您的是：选择股市投资作为职业，容易让人忽视很多其他的东西，像您这样一个谦虚谨慎、聪明智慧的投资者，只要不自我膨胀，一定会在属于自己的成功之路上享受更多的幸福生活。

如果您读到这里的时候已经身居掌控巨额资金的投资机构，那么，笔者想告诉您的是：股市是一个很大的竞技场，您的对手正在向职业化的方向演变，您能抽出时间来研究对手，这说明您是个很有职业精神的投资者，市场的明天一定会是属于您这样的投资者的。



甜蜜的事业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

经典书目推荐

对于初入股市的人而言，通常需要读很多股市的书籍，但真正成为经典之作并值得反复研读的书并不是很多，笔者在这里列举几本曾经读过的通俗类投资书籍，愿与股市自强不息者共勉。

书　名	作　者	出版社
《聪明的投资者》	本杰明·格雷厄姆　著	江苏人民出版社
《证券分析》	本杰明·格雷厄姆　著	海南出版社
《股票操作学》	张龄松　罗俊编　著	中国大百科全书出版社
《金融炼金术》	乔治·索罗斯　著	吉林人民出版社
《股市博弈论》	杨新宇　著	陕西师范大学出版社

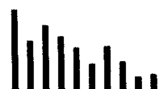
投资类网络资源①

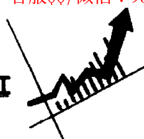
证券投资类论坛网址

随着网络时代的来临，最新的信息和最时尚的理念通常需要到网上去寻找，笔者在这

① 此处的链接仅供参考，部分网址可能已经有所改变，读者可以到搜索引擎上根据中文名查找。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





里列举一部分国内证券投资类网站的论坛网址，有条件的投资者不妨去转转，虽然不值得整天泡在里面，但偶尔找到一些精华帖子，也能启发一下思路。此外，公共论坛还是一个观察和体会市场人气的好地方，更是一个与高手交流的平台。

和讯股市大家谈：http：//bbs. hexun. com

闽发社区论坛：http：//www. mfzq. com. cn

金融街论坛：http：//finance. jrj. com. cn/JrjBBS3/Index. asp

浪财经论坛：http：//newbbs4. sina. com. cn/index. shtml finance：stock

谈股论金网：http：//www. tglj. com

网易股票论坛：http：//knl. bj. 163. com/cgi/mainguest = 1&b = Stock

易富自由论坛：http：//www. eefoo. com/community/bbs

纵横财经：http：//bbs. enoya. com/

开元社区：http：//www. stock99. com/bbs

大赢家俱乐部：http：//www. swdyj. com

理想论坛：http：//www. 55188. com

相关监管部门信息披露网站

自 2000 年以后，不论是证监会、深沪交易所还是上市公司，越来越倾向于通过网站来发布有关信息，通过这个渠道可以第一时间了解监管机构以及上市公司的公开信息。

中国证券监督管理委员会：http：//www. csrc. gov. cn

上海交易所信息披露：http：//www. sse. com. cn

深圳交易所信息披露：http：//www. cninfo. com. cn

中国人民银行(即央行)：http：//www. pbc. gov. cn/

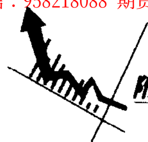
中国银行业监督管理委员会：http：//www. cbrc. gov. cn/

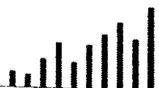
中国保险监督管理委员会：http：//www. circ. gov. cn/

资讯和知识类网站链接

快捷查阅上市公司及其股票的资讯对于投资者非常重要，大部分投资软件都提供股票基本面的资讯，但是其中大部分比较简单或存在一定时间滞后。相比之下，一部分网站提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





供的免费资讯则内容丰富、更新及时。一般只要键入股票编号，就可以查询到股票的股本、大股东、财务数据、评论和公告全文等，应有尽有。

金融街：http：//www. jrj. com. cn

天同在线：http：//www. ttstock. com. cn

免费的实时行情信息

有不少上班一族业余投资股市，但关键时候也想在网上看看实时行情。网上有不少券商和专业信息公司提供免费的及时行情和盘后分析工具，投资者可以借助这些网上的免费资源及时了解股市行情。但是，在上班时间如果总把注意力集中在行情上，那么结果很有可能适得其反。

国泰君安：http：//www. gtja. com(首页的实时行情)

华夏证券：http：//www. csc108. com/stock/download/(ActiveX 行情)

证券之星：http：//www. stockstar. com. cn(首页)

金融街：http：//www. jrj. com. cn(首页)

股市投资书籍的专业网站

长阳读书俱乐部：http：//www. stockbooks. com. cn

证券书店：http：//www. zqbooks. com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"献给梦想成为股市高手的散户们"

"作为股市的弱者——
我们重视操作实践，
但不靠昂贵的学费提升技艺；
我们不去钻研学术，
但要以实用的理论武装自己。"



ISBN 7-80180-347-7/F·130
定价：28.00